



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



المراجع : ..... 2021

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: علوم التسيير

التصس: إدارة مالية

## مذكرة بعنوان:

# دور الابتكارات المالية في تنشيط الاسواق المالية دراسة حالة بورصة دبي"

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (L.M.Sc)

تحصص "ادارة مالية "

تحت إشراف:

إعداد الطالب:

أ.د.بوشlagum عميرةوش

- شاهين باسل

## لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	د.مشري فريد
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	أ.د.بوشlagum عميرةوش
مناقشة	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	د.داودي حمزة

السنة الجامعية 2020/2021

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِيْمِ

# الاداء

الحمد لله الذي اروع بني ادم في تركيبة عقله فاعطاه  
بذلك القدرة على جعل وسائله الحفاظ وقايته النجاح

أهدي هنا العمل إلى

والدائي

إلى

ملكي إلى معنى المidan والقهاوي إلى بسمة  
الحياة وسر الوجود إلى من كان دعائهما سر  
نجاتي ودعائهما بسمة جرامي إلى انا

العاشر

أمي الحبيبة

رحمها الله واسئلها فسيح جناته

إلى

كل من تقاسمت معهم المحبة...

# الشكر والتقدير

انطلاقاً من قول رسول الله ﷺ

« لَا يَكُونُ أَحَدٌ أَفْخَرُ اللَّهَ مِنْ لَا يَأْكُلُ أَفْخَرَ النَّاسِ »

فإنك لا يسعني إلا أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير لمصرة الدكتور المشرف لتفضله بالإشارة على هذه المذكرة، ولما منعني من العلم والتوجيهات.

أشكر الأستاذ الدكتور : عمروش بوشلاته

في زاه الله خيراً،

والشكر والامتنان لاعضاء لجنة المناقشة لتفضيلهم قبول مراجعة هذه المذكرة ومناقشتها.

شكراً للشكر والتقدير إلى من ساهم أو أرشد

أو نصح في سبيل إنجاز هذه المذكرة ومن

سامه في خروجهما.

**المُلْكُ خَصُّ**

## ملخص

تلعب الابتكارات المالية دورا هاما ومتاما في تفعيل وتنشيط اسواق الاوراق المالية، لما تقوم به من تجديد وابتكاراليات وادوات مالية، تلبى الحاجات التمويلية المعاصرة.

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح طبيعة الاسواق المالية، وكذا طبيعة الابتكارات المالية وابراز دورها في تفعيل وتنشيط سوق دبي المالي، الذي يعتبر من اهم الاسواق المتعاملة بهذه الادوات.

وقد خلصت الدراسة إلى أن الابتكارات المالية تؤدي دورا هاما ومتاما في تفعيل وتنشيط سوق دبي خلال الفترة (2017-2020)، باعتبار أنها ساهمت في زيادة عدد المستثمرين، وعدد الادوات المستعملة، وكذا في حجم الأوراق المالية المتداولة فيه.

**الكلمات المفتاحية:** الابتكارات المالية، الهندسة المالية، سوق الأوراق المالية، سوق دبي المالي، المؤشر العام لسوق دبي المالي.

## Résumé

Les innovations financières ont un rôle important dans la revitalisation des marchés boursiers, à travers le renouvellement et l'innovation de nouveaux mécanismes et outils financiers qui répondent aux besoins de financement contemporains.

Cette étude visait à analyser et à clarifier la nature des marchés financiers et la nature des innovations financières, et à montrer son rôle dans la revitalisation du marché financier de Dubaï, qui est considéré comme l'un des marchés les plus importants qui adoptent ces outils.

L'étude a conclu que les innovations financières jouent un rôle important dans l'activation et la revitalisation du marché de Dubaï au cours de la période (2017-2020), étant donné qu'elles ont contribué à une augmentation du nombre d'investisseurs, du nombre d'outils utilisés.

**Mots clés :** innovations financières, ingénierie financière, bourse, Dubai Financial Market, indice général Dubai Financial Market.



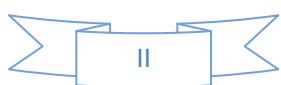
## Summary

Financial innovations have an important role in revitalizing stock markets, through the renewal and innovation of new financial mechanisms and tools that meet contemporary financing needs.

This study aimed to analyze and clarify the nature of financial markets, and the nature of financial innovations, and to show its role in revitalizing the Dubai Financial Market, which is considered one of the most important markets that adopt these tools.

The study concluded that financial innovations play an important role in activating and revitalizing the Dubai market during the period (2017-2020), considering that they contributed to an increase in the number of investors, the number of tools used, and the volume of securities traded in it.

**Key words:** financial innovations, financial engineering, stock market, Dubai Financial Market, Dubai Financial Market general index.



# **فهرس المحتويات**

الصفحة	فهرس المحتويات
-	شكر وتقدير
-	الاهداء
II - I	الملخص
VI - III	فهرس المحتويات
VII	فهرس الجداول
VIII	فهرس الاشكال
IX	فهرس الملحق
أ - هـ	مقدمة عامة
	<b>الفصل الأول : الابتكار والهندسة المالية</b>
1	تمهيد
2	المبحث الأول : الاطار النظري للابتكارات المالية
2	المطلب الأول : نشأت وتطور الابتكارات المالية
2	الفرع الأول: نشأت الابتكارات المالية
4	الفرع الثاني: تطور الابتكارات المالية
5	المطلب الثاني : مفهوم الابتكارات المالية وانواعها
5	الفرع الأول : مفهوم الابتكارات المالية
7	الفرع الثاني : انواع الابتكارات المالية
8	المطلب الثالث : موقع الابتكارات المالية من الهندسة المالية
9	الفرع الأول: اهمية الابتكارات المالية بالنسبة للاسوق المالية
13	الفرع الثاني : علاقة الابتكار المالي بالهندسة المالية
15	المبحث الثاني : الاطار النظري للهندسة المالية
16	المطلب الاول : ماهية الهندسة المالية
16	الفرع الأول : مفهوم الهندسة المالية
18	الفرع الثاني: مسببات ظهور الهندسة المالية
20	المطلب الثاني: فلسفة الهندسة المالية واستراتيجياتها
20	الفرع الأول : فلسفة الهندسة المالية وأهدافها
22	الفرع الثاني : مجالات الهندسة المالية ومسؤولياتها
24	الفرع الثالث : استراتيجيات الاستثمار بأدوات الهندسة المالية
26	المطلب الثالث: ابتكارات الهندسة المالية

27	الفرع الأول: ابتكار الأوراق المالية
31	الفرع الثاني: العمليات المالية
33	الفرع الثالث: إبداع وابتكار حلول للمشاكل المالية
34	خلاصة الفصل الاول
	<b>الفصل الثاني : الاطار النظري لسوق الأوراق المالية</b>
36	تمهيد
37	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية و سوق الأوراق المالية
37	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية خصائصها وأنواعها
37	الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية
38	الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية
39	الفرع الثالث: خصائص الأسواق المالية
41	الفرع الرابع: تقييمات الأسواق المالية
43	المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية خصائصه ووظائفه
43	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية
45	الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية
46	الفرع الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية
47	الفرع الرابع: وظائف سوق الأوراق المالية
48	المطلب الثالث: تقييمات سوق الأوراق المالية والمتعاملون فيه
48	الفرع الأول: تقييمات سوق الأوراق المالية
53	الفرع الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
55	<b>المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية</b>
55	المطلب الأول: تعريف الأوراق المالية وخصائصها
55	الفرع الأول: تعريف الأوراق المالية
56	الفرع الثاني: خصائص الأوراق المالية
57	المطلب الثاني: الأوراق المالية التقليدية
58	الفرع الأول: الأسهم
65	الفرع الثاني: السندات
70	المطلب الثالث : الأدوات المالية الحديثة ( المشتقات المالية )
70	الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية
70	الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية

71	الفرع الثالث : أنواع المشتقات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
75	المبحث الثالث: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية وأهميتها الاقتصادية
75	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية
75	الفرع الأول: تعريف السوق الكفاءة
76	الفرع الثاني: سمات السوق المالي الكفاءة
77	الفرع الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
78	المطلب الثاني: مؤشرات كفاءة السوق المالية
82	المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية
82	الفرع الأول: دور سوق الأوراق المالية بالنسبة لل الاقتصاد الكلي
84	الفرع الثاني: دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي
86	خلاصة الفصل الثاني
	<b>الفصل الثالث : دراسة حالة سوق دبي المالي "بورصة دبي" خلال الفترة 2017-2020</b>
88	تمهيد
89	المبحث الأول: الاطار العام لسوق دبي المالي
89	المطلب الأول: نبذة عن سوق دبي المالي
89	الفرع الأول: نشأة سوق دبي المالي
91	الفرع الثاني: تعريف سوق دبي المالي
91	الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي
97	المطلب الثاني: الأوراق المالية المدرجة في سوق دبي المالي
97	الفرع الاول : أدوات الملكية
97	الفرع الثاني : أدوات الاقتراض
99	الفرع الثالث : أدوات مالية أخرى
101	المطلب الثالث: آليات التداول في سوق دبي المالي وأنظمته
101	الفرع الأول: المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي
103	الفرع الثاني: آليات التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي
104	الفرع الثالث: أنظمة سوق دبي المالي المتطرفة
107	المبحث الثاني: تطور حجم الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)
107	المطلب الأول: تحليل حجم الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)

111	المطلب الثاني : حجم كل اداة بالنسبة لمجموع الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)
112	المبحث الثالث: أثر حجم إصدارات الادوات المالية المبتكرة المدرجة على مؤشر سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )
112	المطلب الأول: التطور العام لسوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )
112	الفرع الأول: تطور المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )
116	الفرع الثاني: تطور القيمة السوقية وحجم الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )
117	المطلب الثاني: أثر حجم الادوات المالية المبتكرة المصدرة على المؤشر العام لسوق دبي المالي للفترة (2017-2020)
117	الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة
117	الفرع الثاني: اختبار الفرضية
120	خلاصة الفصل الثالث
122	خاتمة
126	قائمة المراجع
134	الملاحق

**فهـ رس الجداول**

الصفحة	فهرس الجداول	رقم الجدول
9	تصنيف الابتكارات المالية	(1-1)
69	الفرق بين أنواع الأوراق المالية	(2-1)
107	تطور حجم الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2020-2017)	(3-1)
108	تطور قيمة الصكوك في سوق دبي المالي خلال الفترة (2020-2017)	(1-3-1)
109	تطور قيمة العقود الآجلة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)	(2-3-1)
109	تطور صناديق الاستثمار في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)	(3-3-1)
110	قيمة صناديق الاستثمار العقاري في سوق دبي المالي خلال الفترة (2020-2017)	(4-3-1)
111	جدول يبين نسبة ما تمثله كل اداة من الأدوات المالية المبتكرة بالنسبة لمجموعها في سوق دبي المالي خلال الفترة (2020-2017)	(4-1)
114	تطور المؤشر العام لسوق دبي المالي للفترة ( 2020-2017 )	(5-1)
116	تطور القيمة السوقية وحجم الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2020-2017 )	(6-1)
118	نتائج تقدير النموذج الخطي البسيط لحجم الأدوات المالية المبتكرة المدرجة على المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)	(7-1)
118	معامل التحديد $R^2$ , لسوق دبي المالي	(8-1)

**فهرس الاشكال**

الصفحة	فهرس الاشكال	رقم الشكل
15	علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية	(1-1)
21	فلسفة الهندسة المالية	(2-1)
96	الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي	(3-1)
101	المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي	(4-1)
105	محرك التداول	(5-1)
114	تطور المؤشر العام لسوق دبي المالي للفترة ( 2017-2020 )	(6-1)

**فهرس الملاحق**

الصفحة	فهرس الملاحق
134	الملاحق رقم 1
	الملاحق رقم 1

# **مقدمة**

## تمهيد

شهدت الأسواق المالية تطويراً منقطع النظير على جميع الأصعدة و المستويات خصوصاً في العقود الأخيرة، حيث أنها أصبحت المرأة العاكسة لاقتصاديات الدول، وكما تعتبر أسواق المال الملاذ الذي يقصده الأعوان الاقتصاديون، بما فيها شركات الاستثمار والتأمين والبنوك وغيرها من شركات الوساطة المالية، كعارضين للأموال أو كطالبي لها، ومع التطور الاقتصادي والصناعي الكبير الذي شهدته معظم دول العالم خاصة الدول الرأسمالية، أدى إلى زيادة الاهتمام بتنوع مصادر التمويل لتلبية الاحتياجات المالية الازمة للقيام بأنشطتها الإستثمارية، وهو ما زاد من أهمية تطوير الأسواق المالية، حيث أصبح وجودها ضرورياً من أجل توفير السيولة وجذب المدخرات من أجل الرفع من وتيرة الإستثمار وتحقيق التنمية الاقتصادية.

كما أدى هذا التطور الكبير في الجانب الاقتصادي والصناعي، إلى إرتفاع عدد المستثمرين والشركات وتنوع أنشطة الإستثمار، مما ساهم في ظهور أنواع عديدة و مختلفة من الأوراق المالية، والتي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية التي تعتبر حلقة الوصل بين أصحاب الفائض المالي الباحثين عن فرص مناسبة لتوظيف أموالهم، وأصحاب العجز المالي الذين هم في حاجة إلى السيولة لتغطية احتياجاتهم، لذلك تعتبر سوق الأوراق المالية الركيزة الأساسية للنهوض باقتصاديات الدول وتحقيق التوازن الاقتصادي لها.

أدى التغير المستمر في بيئه العمل المالي التي تشهدها الأسواق المالية المختلفة مع ما تعرفه من استخدام لتقنيات الإعلام والإتصال، إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة تلبي رغبات المستثمرين وتقلل من المخاطر وتخفض التكاليف وكذلك تحقيق عوائد مقبولة، هذا ما استدعى بروز تقنيات حديثة توافق هذا التطور وتلبي حاجة المؤسسات المالية من خلال "الابتكارات المالية"، وهذا ظهرت أدوات وآليات مالية جديدة ومتعددة، وفرت للاعون الاقتصادي مجالات استثمارية مستحدثة وأساليب مبتكرة.

تعتبر دولة الإمارات العربية المتحدة من البلدان الرائدة في مجال الابداع والابتكار، و خاصة في المجال المالي الذي شهد نجاحات كبيرة بسوق دبي المالي نظراً للاهتمام الكبير الذي أولته حكومة دبي لهذه الابتكارات، والتعامل بها من أجل دعم وتطوير سوق الأوراق المالية، وتوفير السيولة، والرفع من وتيرة النشاط الاقتصادي للدولة.



## أولاً: طرح إشكالية

يمكن طرح إشكالية الدراسة من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

- ما هو دور الابتكارات المالية في تفعيل سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020؟

تدرج تحت التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يوجد تنوع في الابتكارات المالية في سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020؟
- ما مقدار مساهمة الابتكارات المالية في تفعيل سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020؟
- ما مدى تأثير الابتكارات المالية المدرجة على المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020؟

## ثانياً: فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤلات السابقة قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- هناك تنوع في الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020.
- تسهم الابتكارات المالية في تفعيل سوق دبي المالي بشكل إيجابي، من خلال العمل على تعزيز السوق وزيادة المعروض من الأدوات المالية خلال 2017-2020.
- يوجد أثر إيجابي لتطور حجم الابتكارات المالية المدرجة على المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020.

## ثالثاً: أهداف الدراسة

تتلخص أهم أهداف هذا البحث فيما يلي:

- تحديد ماهية الابتكارات المالية، سوق الأوراق المالية، ومدى إمكانية الوصول لتحقيق كفاءة هذه الأسواق، مع إبراز المكانة المت坦مية لهذه الأسواق والدور الذي تؤديه في توفير الأدوات التمويلية اللازمة لمختلف الأعوان الاقتصاديين.



- إبراز مساهمة أسواق الأوراق المالية في توفير أدوات التمويلية الحديثة المبتكرة، مما يسهل من جذب المزيد من مدخلات الأفراد والشركات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية الجيدة، وما تتميز به هذه الأسواق من درجة كفاءة تساهم في إعادة تسبيلها من جديد.
- إبراز دور الابتكارات المالية بمختلف أنواعها في أسواق الأوراق المالية، بدراسة أهم صور إصدارها وتدالوها، مع بيان لضوابطها وأالية إصدارتها المتعددة في أسواق الأوراق المالية.

#### **رابعاً: أهمية الدراسة:**

تكمّن أهمية الدراسة في أهمية الموضوع، باعتبار أن الابتكارات المالية شهدت نمواً كبيراً في مختلف الأسواق المالية العالمية، حيث لاقت رواجاً كبيراً وأحدثت نقلة نوعية في الأسواق المالية، بالإضافة لقدرتها على التقليل من المخاطر وتطوير أسواق الأوراق المالية. أسباب اختيار الموضوع:

توجد عدة أسباب دفعتنا لاختيار هذا الموضوع، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- الرغبة في اكتساب معارف جديدة حول موضوع الابتكارات المالية.
- الحداثة النسبية لموضوع الابتكارات المالية، ما يجعله موضوعاً حيوياً ومثيراً للإهتمام.
- زيادة الاهتمام بالابتكارات المالية في مختلف دول العالم، وإحتلالها مكانة هامة في الأسواق المالية لهذه الدول.

#### **خامساً: منهج الدراسة**

من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع، إعتمدنا على المناهج التالية:

- **المنهج التاريخي:** استخدمنا هذا المنهج خلال التطرق لمختلف المراحل التاريخية المتعلقة بتطور الابتكارات المالية والهندسة المالية، وكذا نشأة وتطور سوق الأوراق المالية.
- **المنهج الوصفي التحليلي:** استخدمنا هذا المنهج في التعرف على مختلف المفاهيم النظرية لأسواق الأوراق المالية والابتكارات المالية وتحليل مختلف البيانات الإحصائية المتعلقة بتطور الابتكارات المالية المدرجة في سوق دبي المالي، وما مدى تأثيرها على المؤشر العام لهذا السوق، وما مقدار مساهمة الابتكارات المالية في تفعيل سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020.

## سادساً: الدراسات السابقة

من بين الدراسات التي تناولت موضوع دراستنا ذكر ما يلي:

- دراسة د.عبد الصمد سعودي، و أ.بن لخضر مسعود، بعنوان أهمية الابتكار المالي منتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار فرصة، وهي عبارة عن دراسة في "مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة"، العدد الثاني، جامعة الشهيد حمزة لخضر الوادي، الجزائر، جوان 2017. تتمثل اشكالية هذه الدراسة في: "ما هي أهمية الابتكارات المالية ومنتجاتها الهندسة المالية في تنشيط السوق المالي؟" ، حيث تعرضت هذه الدراسة الى المفاهيم الاساسية المتعلقة بالأسواق المالية، والابتكارات المالية، ومنتجاتها الهندسة المالية، ودور الابتكار وادوات الهندسة المالية في ايجاد حلول ابداعية لمشاكل التمويل، وتطوير ادوات واليات مالية، مثل المشتقات المالية تساهم في تنشيط السوق المالي، وخلصت الدراسة الى ان سوق الكويت للأوراق المالية اثبت من خلال الاستثمار بعقود الخيار انه يمكن الجوء الى اساليب استثمار مبتكرة وحديثة لتنشيط السوق المالي وحمايته من المخاطر. بينما سنركز في دراستنا على دور الابتكارات المالية بصفة عامة في تفعيل وتنشيط سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020.

## سابعاً : هيكل الدراسة

تم تقسيم هذه الدراسة إلى مقدمة، خاتمة وثلاثة فصول نلخصها فيما يلي:

الفصل الأول : تحت عنوان الابتكار والهندسة المالية ، حيث تعرفنا من خلال هذا الفصل على مفهوم الابتكارات المالية وأنواعها، والتطور التاريخي لها، وعلاقتها بالهندسة المالية، وكما تعرفنا ايضا على ماهية الهندسة المالية وظهورها، ونشأتها، وأسباب ظهورها، واستراتيجيات، وتقنياتها، وكما تعرفنا على ابتكارات الهندسة المالية.

الفصل الثاني : تحت عنوان الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، حيث تطرقنا في هذا الفصل إلى ماهية السوق المالي بصفة عامة ثم سوق الأوراق المالية بصفة خاصة من خلال التطرق إلى النشأة والتعريف والخصائص والتقسيمات، بالإضافة إلى التعريف بمختلف الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق من أسهم وسندات ومشتقات، مع الإشارة إلى أنواعها وخصائصها، كما تم التطرق إلى كفاءة السوق بمختلف مستوياتها والمؤشرات التي تقوم عليها بالإضافة إلى الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية.

**الفصل الثالث :** تحت عنوان دراسة حالة سوق دبي المالي، تم تطبيق إشكاليتا على سوق دبي المالي، فمن خلال هذا الفصل سنطرق إلى نشأة سوق دبي المالي والأوراق المالية المدرجة فيه وأنظمته المتطرفة وآليات التداول فيه، بالإضافة إلى تطور الابتكارات المالية في سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020، وإبراز أثر حجم إصدارات الابتكارات المالية المدرجة على مؤشرات سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020.

وفي الأخير خاتمة ضمت خلاصة عامة حول الدراسة، اختبارات الفرضيات وأهم النتائج المتوصل لها، بالإضافة إلى آفاق الدراسة.



**الفصل الأول:**

**الابتكار**

**والهندسة المالية**

#### تمهيد

يعلم الابتكار المالي على جعل المؤسسة المالية متواجدة بشكل فعال في السوق المالي، لما فيه من تجديد لمنتجاته المالية التي تلبي الاحتياجات التمويلية المعاصرة، كال أدوات المالية المستقبلية ووصناديق الاستثمار... كما يفترض أن يؤدي الابتكار المالي إلى تخفيض تكاليف المعاملات وبالتالي تسهيل تبادل السلع والخدمات مما يساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملاً وكفاءة وأكثر سiolة وأكثر عمقاً.

مع بداية القرن العشرين وطدت المالية مكانتها كعلم، مستمدة ذلك من الأهمية العملية الكبيرة للكيانات المالية، من شركات ومنظمات، ومستثمرين. حيث شهدت المالية خلال هذه الفترة تغيراً كبيراً لتواءب الابتكارات التكنولوجية التي حدث بعد الحرب العالمية الثانية، والتغيرات الاجتماعية والاقتصادية التي أثرت في البيئة التجارية العالمية. وأدت التغيرات في مجال التمويل إلى تحول طبيعة المالية من علم وصفي إلى علم تحليلي وأصبحت تساهم في تحديد هوية العلاقة بين القرارات المالية وبيئة القرار، لتحول في نهاية المطاف إلى علوم هندسية، تهتم بتصميم جديد المنتجات المالية، وتطوير الابتكارات فيما يتعلق بالأدوات و العمليات، والحلول المالية.

و من خلال هذا الفصل سنحاول إجلاء الغموض عن الابتكارات المالية و الهندسة المالية من خلال المباحثين التاليين:

- المبحث الأول : الاطار النظري للابتكارات المالية.
- المبحث الثاني : الاطار النظري للهندسة المالية.

## المبحث الأول : الاطار النظري لابتكارات المالية

يظهر التاريخ أن الابتكار المالي كان جزءاً هاماً ومستمراً من المشهد الاقتصادي على مدى القرون القليلة الماضية، حيث واصلت الأسواق المالية إنتاج العديد من المنتجات الجديدة، بما في ذلك الأشكال الجديدة للعديد من المشتقات، ومنتجات نقل المخاطر. وهناك من يرى أن الابتكار المالي هو عملية مستمرة في محاولة لتمييز المنتجات والخدمات، والتفاعل مع كل المفاجآت والتغيرات الاقتصادية. وبالتالي، يتأرجح الابتكار صعوداً وهبوطاً حسب فترات النشاط. ومع ذلك، يعتبر الخبراء جزءاً عادياً ومستمراً من عملية تعظيم الربح في الاقتصاد.

### المطلب الأول : نشأت وتطور الابتكارات المالية

لقد كان نمو الأسواق المالية عبر تاريخها مرتبطة بظهور ابتكارات جديدة من الأوراق المالية. لذا سيتم التطرق إلى تاريخ الابتكارات المالية بدءاً بنشأتها وصولاً إلى آخر تطوراتها.

#### الفرع الأول: نشأت الابتكارات المالية

ظهرت الابتكارات المالية الجديدة مع تطور التجارة العالمية في القرن السابع عشر، بعد توقيع معاهدة ويستفاليا (Westphalia<sup>1</sup> 1648) التي انتهت بموجبها حرب الثلاثين عاماً، وانقسمت على إثرها الإمبراطورية الرومانية المقدسة إلى حوالي ثلاثة كيانات سياسية ذات سيدات مستقلة، فظهرت الحاجة لتمويل هذه الامم والولايات والأقاليم، جنباً إلى جنب مع المؤسسات الاقتصادية.

خلال حرب الثلاثين عاماً، نجح الهولنديون في إقامة اسطول تجاري مزدهر، وتمويل تجارة مزدهرة من خلال التجارة بعيدة المدى عن طريق بحر البلطيق. هؤلاء التجار الأثرياء قللوا من الحاجة إلى السيولة عن طريق إصدار إيصالات التجارة السائلة المدعومة بنظام موحد لدفع، حيث سادت أمستردام كمركز للائتمان التجاري في أوروبا من خلال تقديم الائتمان على أساس الكمبيالات المستحقة الدفع في

<sup>1</sup> معاهدة سلام ويستفاليا، The Peace of Westphalia، التي تعرف أيضاً باسم معاهدات مونستر وأوسنابروك، تشير إلى سلسلة المعاهدات التي أنهت حرب الثلاثين عام الدينية في أوروبا، وهذه الحرب كانت دائرة في واقع الأمر لأكثر من مئة عام بين دول مختلفة في أوروبا تدين بالديانة البروتستانتية والكاثوليكية لكن حروب المئة عام كانت حروبًا متقطعة بين طرفين وأحياناً بين عدة أطراف، أما حرب الثلاثين عام فقد كانت حرباً أوروبية شاملة ضمت تحالفات بين عدة دول وأمبراطوريات على امتداد القارة الأوروبية حرب الثلاثين عام امتدت من 1618 إلى توقيع المعاهدة في عام 1648 التي تم توقيعها في 24 أكتوبر وكانت بين الإمبراطور الروماني المقدس فيلهلم الثالث والأمراء الآمن الآخرين وممثلين عن الجمهورية الهولندية وفرنسا والسويد.

هولندا، وكان هذا فجر المالية العامة الحديثة، كما تم استخدام أدوات الدين المدعومة من الضرائب المخصصة لغرض معين، فأدى الطلب على رأس المال إلى ظهور شركات المساهمة واسواق الأوراق المالية المنظمة الأولى في العالم.<sup>1</sup>

ثم في بداية القرن الثامن عشر، بدأت بريطانيا توجهاً جديداً، حيث لم يقتصر الاعتماد على المؤسسات المالية وحدها، بل على مجموعة من المؤسسات والأسواق المالية. وقد خاضت بريطانيا سلسلة من الحروب خلال القرن الثامن عشر وأوائل القرن التاسع عشر، والحاجة لتمويل هذه الحروب أدى إلى ثورة مالية. وقال بيتر ديكسون أن قدرة بريطانيا على تمويل ديونها الحكومية على نحو فعال أحد العوامل الهامة التي مكنتها من هزيمة الفرنسيين بانتظام لأكثر من قرن من الزمان. لقد اثبتت بريطانيا مرونة في مواجهتها للصدمات والتغيرات. بينما أدى الاعتماد على الممولين والمؤسسات الائتمانية في باقي أوروبا إلى إيقاف تطوير الأسواق المالية، وجه رأس المال لحماية مصالح راسخة بدلاً من تمويل منتجين أكثر كفاءة وحداثة، كما ان الانظمة النقدية في معظم أنحاء أوروبا كانت تخضع لتقلبات سياسية، ولكن أسواق المال البريطانية تميزت بالكفاءة والإنتاجية.

أما بعد الحرب العالمية الثانية، فأدى التوسيع الكبير في الاسهم العامة وسوق الطرح العام الأولي إلى القدرة على تمويل التصنيع على نطاق واسع وشامل. فظهرت أسواق جديدة، في مجالات الطيران والسيارات والترفيه، المطاط الصناعي والنفط مما جعل الولايات المتحدة تدفع نموها الاقتصادي نحو الاستثمارات الرأسمالية الضخمة.

ثم ارتفع معدل التضخم في الولايات المتحدة في السبعينيات، وعلى هذه الخلفية ظهرت مشتقات معدلات الفائدة، المبنية على أساس الحق في صرف مبلغ معين من المال بفائدة معينة. أما مع بداية الثمانينيات، فقد كافحت الشركات للتعامل مع تحديات سعر الفائدة ومخاطر سعر الصرف. إذ وجد المصنعون أن التقلبات في سعر الصرف، يمكن أن تمحو من مزايا الأسعار بسبب عدم وجود آليات للتحوط. ويمكن لهذا الوضع أن يكون سبباً في إفلاس الشركات وإعسار الديون السيادية في العالم النامي. فجاءت المشتقات الجديدة ذات سعر الفائدة لتتوفر على الدفع أو الحصول على مبلغ من المال بفائدة معينة. إن السوق المشتقة بمعدل الفائدة هي الآن الأكبر في العالم والتي تقدر قيمتها بأكثر من 60 ألف مليار دولار.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Franklin Allen and Glenn Yago, **Financing the Future: Market-Based Innovations for Growth**, series on Financial innovation, New Jersey, Wharton School Publishing, Milken Institute, 2010, p14.

<sup>2</sup> Franklin Allen and Glenn Yago, op cit, p15.

كما ظهرت أيضاً سندات الشركات ذات العائد العالي ( High-Yield Corporate Bonds ) كمحاولة لخلق أدوات طويلة الأجل ذات معدل ثابت لتمويل نمو الشركات والصناعات الناشئة، حيث أنه لم يكن ممكناً الحصول على التمويل من مكان آخر. وكانت هذه السندات الجديدة مفيدة بشكل خاص للشركات التي عانت من صدمات التغير في سعر الفائدة خلال السبعينيات أو من وضع حرج بسبب تردد البنوك في إقراضها، بناءً على التدفقات النقدية الخاصة باعتبارها شركات ذات إمكانات مستقبلية عالية بدل الرجوع إلى الأصول الدفترية الموجودة. حيث تحولت أسماء بارزة مثل: ( McCaw Warner ، Cellular ، News Corporatio ، Barnes & Noble ، Time Turner Broadcasting ، Cablevision ) إلى السوق ذات العائد العالي لتمويل نموها.

#### الفرع الثاني: تطور الابتكارات المالية

يشير داركر إلى أن العقود ما بين 1950 و 1970 قد شهد العديد من الابتكارات مثل طفرة في تاريخ الابتكار المالي، اليورودولار وسندات اليوروبيوند كانتا مجرد اثنين من هذه الابتكارات، إضافة إلى أنه كانت هناك المؤسسات الاستثمارية والتي بدأت بابتكار أول صندوق استثمار وهو في عام 1950 والذي تبعه ازدهار عظيم في صناديق استثمار الشركات .

أما السنتين فقد شهدت ابتكار بطاقات الائتمان وهو الأمر الذي بعث الحياة في البنوك التجارية للبقاء على الرغم من القروض التجارية التي كانت من الأعمال التقليدية للبنوك . وهناك قناعة لدى كافة دوائر البحث والابتكار أن المعرفة التي أسرفت عنها البحوث العلمية والابتكارات وعمليات الإبداع مثل المدخل الأساسي لتنمية القدرات الذاتية وتوليد التكنولوجيا . ليس مفاد ما تقدم أن الابتكار المالي ولد اليوم، ذلك أن العديد من الابتكارات رغم ما أُعلن عن حداثتها لم تكن جديدة مطلقاً وهناك العديد من الأمثلة على ذلك، فعقود الخيار والعقود الآجلة والمستقبلية ليست أدوات مستحدثة فإذا عدنا بالتاريخ إلى الوراء فسوف نكتشف أن أسواقاً منظمة للعقود المستقبلية وجدت في القرن الثامن عشر، وأن بورصات العقود المستقبلية في فرانكفورت أنشأت عام 1867 ، وتم التعامل في عقود الخيار على السلع في بورصة شيكاغو للتجارة عام 1920 وبدأ التعامل في مصر في العقود الآجلة عام 1907 .

وإذا ما كانت عقود الخيار والعقود المستقبلية ليست جديدة كلية فإن تكاثر ونمو الأسواق المنظمة للأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت خلال العقود الثلاثة الماضية ليس مسبوقاً، ولعل تطور هذه الأسواق التقليدية كان ضرورياً للغاية لخلق منتجات مالية متعددة لمواجهة احتياجات المستثمرين ومصدري الأوراق المالية الخاصة بالشركات .

وإذا ارتفعت مستويات كفاءة الأسواق أصبح من الصعب بالنسبة للاستثمار التقليدي واستراتيجيات الإدارة المالية أن تجني أرباحاً مقبولة، فما كان بالأمس ابتكاراً أصبح اليوم سلعاً منتشرة في الأسواق<sup>1</sup>.

#### المطلب الثاني : مفهوم الابتكارات المالية وانواعها

تقوم فكرة الابتكارات المالية على أنه لا يوجد شيء مقدس باستثناء العقائد الدينية، وهذا يعني أن الفكر الإنساني لا يجب أن يكون مقيداً بحدود معينة أو أفكار ثابتة، ولكنه يتوجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال زيادة عدد البديل المتوفر أمامهم وما يوفره كل بديل من مزايا وتكليفات مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، ولذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الابداع فيما بين النقيضين، وابتكار بدائل هجينة بينهما أو اشتراق وسائل جديدة منهما<sup>2</sup>.

#### الفرع الأول : مفهوم الابتكارات المالية

أولاً : الابتكار لغة : يعني المبادرة إلى الشيء والإسراع إليه. وابتكار الشيء إدراك أوله وهو يدل على الإقدام على فعل يسبق به صاحبه بقية الناس. والتفكير الابتكاري هو تفكير مصاغ بطريقة تؤدي إلى نتائج ابداعية، ويسمى الفرد مبتكرًا عندما يحقق نتائج ابداعية باستمرار.

ثانياً: الابتكار اصطلاحاً: هو عملية خلق أو إنتاج شيء جديد، على أن يكون أصيلاً وملائماً للواقع، وذو مضمون ويحل مشكلة من المشكلات، ويكون ذا قيمة ويحظى بالقبول الاجتماعي. كما يعرفه تورانس ( Torrance ) بأنه قدرة الفرد على تجنب الطرق التقليدية في التفكير مع إنتاج أصيل وجديد يمكن تنفيذه أو تحقيقه<sup>3</sup>.

ثالثاً: الابتكار المالي: إذا كان لفظ الابتكار يعني عدم التقيد بحدود معينة، فلا يجب تقديره بتعریف محدد، لأنه ببساطة يعني كل ما هو جديد وغير مألوف وخارج عن حدود المعرفة.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار الجامعات للنشر، مصر، 2004 ، ص ص 82-85.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الجزء الأول، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2003، ص 222 .

<sup>3</sup> أحمد حسن، حق الابتكار في الفقه الإسلامي، شبكة دهشة، يوم 8-4-2021

1- يرى بيتر دروكر ( Peter Drucker ) أن الابتكار المالي هو وظيفة محددة من المشاريع، سواء كان في الأعمال التجارية الخاصة، أو في مؤسسة للخدمة العامة. وهي الوسائل التي يمكن صاحب المشروع من خلالها أن يخلق: إما موارد جديدة تنتج ثروة، أو يمنح الموارد المتاحة إمكانيات إضافية لخلق الثروة<sup>1</sup>.

- 2- أما الاقتصادي الأمريكي النمساوي "جوزيف شومبيتر" صاحب نظرية التنمية الاقتصادية ( Theory of Economic Development ) والذي دعا إلى الابتكار فيرى أن على الابتكار<sup>2</sup>:
- أن يجلب إلى السوق منتجًا جديداً متميزاً عن غيره، وله وزنه في الأهمية.
  - أن يقدم فناً إنتاجياً متقدماً.
  - أن يفتح أسواقاً جديدة.

3- بينما يرى كل من فرنكلين ألين وغلين ياغو ( Franklin Allen and Glenn Yago ) أن الابتكار المالي هو خلق أدوات مالية أو تكنولوجيات وأسواق جديدة. و الابتكار في مجال التمويل كما هو الحال في غيره من الابتكارات، يشمل وظيفتي البحث والتطوير، فضلاً عن اظهار محاسن المنتجات للزبون ونشرها، واعتماد هذه المنتجات أو الخدمات الجديدة.

في مجال التمويل بشكل خاص، يعتمد الابتكار على التكيف والموائمة مع المفاهيم والمنتجات القائمة. إذ يتم تطوير المنتجات ( مثل المشتقات، سندات الشركات ذات الإنتاجية العالية، والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري ) أو العمليات ( مثل آليات التسعير، ومنصات التداول، ووسائل توزيع الأوراق المالية وأساليبها ). حيث تعمل هذه الأدوات على زيادة السيولة من خلال نقل الأموال أو إتاحة الفرص للمستثمرين لتجمیعها، بهدف تسهيل بيع السلع وشرائها أو إدارة المخاطر في الأسواق والمؤسسات.<sup>3</sup>

فالابتكار المالي هو: أي تطوير جديد في نظام مالي وطني أو النظام المالي الدولي يعمل على :

- تحسين كفاءة المخصصات لعملية الوساطة المالية.

<sup>1</sup> Peter Ferdinand Drucker، The Discipline of Innovation، Harvard Business Review، November-December 1998، p149.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، القاهرة، دار النشر للجامعات، 2005، ص72.

<sup>3</sup> Franklin Allen and Glenn Yago، op cit، p8.

- تحسين الكفاءة التشغيلية للنظام المالي عن طريق خفض التكاليف ومخاطر المعاملات في الأسواق الأولية والثانوية التي يتم فيها التداول.

**الفرع الثاني : انواع الابتكارات المالية :** لقد زاد تعقيد الابتكار المالي وسرعته، حيث أصبح من الصعب فهم ما يحدث من وقت لآخر. لكن الابتكار المالي بشكل عام باخذ الأبعاد الثلاثة التالية :<sup>1</sup>

- تحويل المواد الخام إلى منتجات أكثر تطوراً أو أقل، وفقاً لاحتياجات المستخدمين النهائيين من حيث المخاطر والاستثمار، ضمن مدة معينة ( خلق أدوات مالية مبتكرة وبسيطة، وأدوات إدارة المحافظ الفردية أو الجماعية).
- إيجاد آليات لتسعير هذه الأدوات المالية (في السوق المنظمة أو غير المنظمة).
- تطوير التكنولوجيات اللازمة لتداول هذه الأدوات و توفير جميع المعلومات ذات الصلة.

**التصنيف الأول:** لقد وضع بنك التسويات الدولية ( Bank for International Settlements ) في 1986<sup>2</sup>، نظاماً لتصنيف الابتكارات المالية يفصل بينها إلى:

- 1- ابتكارات نقل مخاطر: هي الابتكارات التي تقلل من المخاطر الكامنة في ورقة مالية معينة أو تتمكن حاملها من التحوط ضد خطر معين. مثل: عقود مبادلة التعثر على السداد CDS، إذ رغم أنها لا تقلل من احتمال حدوث الخطر إلا أنها توفر الحماية في حالة نجس الخطر. وهنا يجب التمييز بين مخاطر الأسعار (أسعار الأصول قد تتغير)، ومخاطر القرض (المقترض قد يتتعثر عن السداد).<sup>3</sup>
- 2- ابتكارات تعزيز السيولة: الابتكارات التي تعزز السيولة لديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية والأصول، مثل الأصول المورقة تجعل من الممكن بيع القروض في السوق الثانوية مما يوفر لمؤسسات الإقراض القدرة على تغيير هيكل محفظتها.
- 3- ابتكارات توليد الاسهم: هي أدوات تمنح خصائص الاسهم للموجودات، حيث أن طبيعة خدمة الديون بها محددة سلفاً. كما يتم تحديد معدل العائد على الأصل بناءً على أداء الجهة المصدرة، مثل

<sup>2</sup> Yuan K. Chou and Martin S. Chin، Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic Growth ، University of Melbourne، Australia، January 9، 2004، p9

<sup>3</sup> David T. Llewellyn ، Luisa Anderloni-Reinhard H. Schmidt، Financial Innovation in Retail and Corporate Banking، USA، Edward Elgar Publishing، 2009، p6 .

مبادلات الديون بالأسهم ( Debt-Equity Swap ) وقد أضاف لويلين ( Llewellyn ) في كتابه "الابتكارات المالية في الخدمات المصرفية للأفراد والشركات" الأنواع التالية إلى ما سبق:

4- ابتكارات للتأمين: بعض الأوراق المالية تعمل على تأمين المخاطر في مقابل دفع قسط التأمين. ومن الأمثلة المتعلقة بمخاطر الائتمان، عقود CDS حيث يدفع المشتري للبائع جزء من أقساط التأمين مقابل أن يتبعه البائع بتعويض المشتري في حال حدوث خلل ما.

5- ابتكارات إدارة الأصول والخصوم: بشكل أو بآخر، تقوم جميع الأدوات تقريباً بتوسيع نطاق البنك لإدارة الأصول والخصوم من خلال: تقديم مجال لإدارة المخاطر، توسيع فرص الإقراض، أو تغيير هيكل الخطر في الميزانية العمومية للبنك.

6- الابتكارات التمويلية للمؤسسات المالية: يمكن لبعض الأدوات توسيع مصادر التمويل المصرفية. مثل التوريق الذي يمكن البنك من تنويع تمويله بمجموعة واسعة من المستثمرين الذين قد يكونون مسندين للاستثمار في فئة معينة من الأصول المصرفية ولكن ليس في نفس البنك، ( مثل الرهون العقارية ).<sup>1</sup>

7- ابتكارات توليد الائتمان: تستطيع هذه الابتكارات توسيع القدرة على الوصول إلى أسواق الائتمان معينة وبالتالي القدرة على زيادة إجمالي حجم الائتمان. على سبيل المثال، يقوم البنك بتوريق بعض قروضه، أو يشتري ضمان القرض، إلى أن يتم تمرير الخطر إلى الآخرين، حينها تزداد قدرته على الإقراض إما لأنه أصدر رأس مال أو لأن المعاملات تقلل من تعرض البنك إلى فئة معينة من المقترضين أو الأصول.

---

<sup>1</sup> David T. Llewellyn, Luisa Anderloni, Reinhart H. Schmidt, op.cit, p8.

**التصنيف الثاني:** اقترح Perez (2002)، تصنيفا بديلا للابتكارات المالية مبينا في الجدول التالي:

الجدول ( 1-1 ) تصنيف الابتكارات المالية.

امثلة	نوع الابتكار المالي
قرص البنوك، رأس المال الاستثماري، و شركات المساعدة.	أدوات ابتكارية لمساعدة الانشطة الحقيقة.
السندات	أدوات لمساعدة الشركات على النمو أو التوسيع.
التحويلات البرقية، فحص الحسابات الشخصية، اجهزة الصرف الآلي، الخدمات المصرفية الالكترونية.	تحديث الخدمات المالية.
صناديق الاستثمار، السندات والاكتتابات، المشتقات وصناديق التحوط.	أدوات هادفة للربح ونشر الاستثمار والمخاطر.
المبادرات، العقود الآجلة، عمليات الدمج و عمليات والاستحواذ.	أدوات لإعادة تمويل الالتزامات أو تعبئة الأصول.
مراجعة العملات الأجنبية، الملادات الضريبية، الصفقات خارج الميزانية.	ابتكارات مشكوك فيها ( محل تساؤل).

سياسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية- دراسة حالة ماليزيا والسودان - مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خضر، بسكرة، 2014/2015 ، ص 26.

### المطلب الثالث : موقع الابتكارات المالية من الهندسة المالية

يعمل الابتكار في معظم الأحيان على تلبية الطلبات الأصلية. أما مصدر اللعنة، فهو أن كثيراً من الأدوات المبتكرة تعد سيفاً ذا حدي، وكما يشير إليه الاقتصادي بيرتون مالكيل، فإن الابتكار أداة تم تصميمها لتقليل المخاطر تحولت إلى وحش كاد يدمر النظام المالي برمته.

#### الفرع الأول: أهمية الابتكارات المالية بالنسبة للاسوق المالية

إن الابتكار يتضمن التغيير، والتغيير يتضمن عدم الاستقرار، وعدم الاستقرار غير مرغوب بطبيعة الحال، وهذا يعني أن الابتكار لا يطلب لذاته وليس هدفا في نفسه. بل هو وسيلة لتوليد قيمة مضافة وإذا

كانت هذه القيمة تعادل سلبيات عدم الاستقرار فسيكون هذا الابتكار مطلوباً ومموداً، فقيمة الابتكار لا تتبع من غرابتة أو جدته، بل من آثاره المالية والاقتصادية الإيجابية. ولهذا كانت الابتكارات المالية محل انتقاد بالرغم مما تتضمنه من الابتكار غير العادي، وذلك بسبب آثارها الاقتصادية السلبية.<sup>1</sup>

يعتقد لويلين ( Llewellyn 1992 ) أن المعيار النهائي عند الحكم على الابتكار المالي هو المدى الذي يزيد من كفاءة الوساطة المالية، ويؤكد أن هناك تشابهاً بين الابتكارات المالية وعمليات مماثلة في صناعات أخرى. فعلى سبيل المثال، تسعى شركة أجهزة كمبيوتر لتعزيز مركزها التناصي في السوق من خلال تقديم منتجات جديدة، أو من خلال تحسين الخصائص التقنية في المنتجات القائمة، أو بجمع عدد من الخصائص الموجودة في آلات مختلفة ضمن آلة واحدة. من خلال هذه العملية، الوظيفة الأساسية للحواسيب تصبح أكثر كفاءة. كذلك الأمر بالنسبة للشركات المالية، والتي يمكن أن تتذكر فئة جديدة من المنتجات ( الأدوات المالية، التقنيات والأسواق )، أو تعدل المنتجات الحالية، أو تجمع بين خصائص عدة منتجات مختلفة، مما يجعل الوساطة المالية أكثر كفاءة.<sup>2</sup>

أشار ميلر ( Miller 1986 ) إلى أن الابتكار المالي قد سار بوتيرة سريعة، خاصة خلال السنوات العشرين الماضية. حيث لم تكتفي الشركات باصدار أوراق مالية جديدة مثل السندات ذات معدل الفائدة المتغير، بل ظهرت أيضاً أسواق جديدة تماماً. يرى ميلر أن الكثير من هذه الابتكارات الحديثة هي استجابة للاملاح قانون الضرائب والتنظيم ومن أمثلة ذلك السندات ذات الكبونات الصفرية.<sup>3</sup>

كما يقول روبرت ميرتون ( Robert Merton ) رداً على المشككين في الابتكارات المالية وهو من أكثر الكتاب تحمساً للمشتقات والحاizer على جائزة نوبل في الاقتصاد: "عند النظر إلى الابتكارات المالية من وجهة نظر وظيفية بدلاً من اعتبارها مرضًا، فإنها تعتبر قوة دافعة للنظام المالي العالمي نحو هدفها المتمثل في زيادة الكفاءة الاقتصادية، وعلى وجه الخصوص الابتكارات التي تتطوّي على المشتقات، حيث يمكنها تحسين الكفاءة من خلال توسيع الفرص المتاحة لتقاسم المخاطر، أو من خلال خفض تكاليف المعاملات وخفض تكاليف عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة".<sup>4</sup> كما يضيف: ومع ذلك، لا يمكن تحسين الكفاءة عن طريق المنتجات المشتقة على نحو فعال دون تغييرات متزامنة في البنية التحتية المالية الداعمة، والمتمثلة في الوسطاء والأسواق المالية، والممارسات التنظيمية، وتنظيم

<sup>1</sup> سامي بن ابراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، بنك التنمية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، نشر مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى، 2008، ص 107-108.

<sup>2</sup> Yuan K. Chou and Martin S. Chin, op.cit, p7.

<sup>3</sup> Franklin Allen, **The Changing Nature of Debt and Equity: A Financial Perspective**, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No33, 1989, p 15

<sup>4</sup> Robert Carhart Merton, **Financial innovation and the management and regulation of financial institutions**, Journal of Banking & Finance, Volume 19, Issue 3-4, 1995, p463.

التجارة ومرافق تبادل المعلومات، وإدارة نظم المعلومات. فتطوير هذه البنية التحتية قد لا يكون الجزء الأكثر إثارة للابتكارات المالية ولكن مهم جدا.

أما بيتر تيفانو ( Peter Tufano ) فيرى أن قيمة الابتكار المالي وأهميته تكمن في النقاط التالية:<sup>1</sup>

**1 - الابتكار وجد لإكمال أسواق هي بطبعتها غير مكتملة:** تعتبر السوق غير كاملة، لأنه لا يمكن أن تكون موزعة على جميع الدول، نتيجة لذلك تصبح الأطراف غير قادرة على نقل الأموال بحرية عبر الزمان والمكان، ولا على إدارة المخاطر. ويرى دافي وراهي ( Duffie and Rahi 1995 ) في مقدمة لعدد خاص من مجلة النظرية الاقتصادية عن الابتكار في الأسواق المالية، وفي مراجعة لما كتب حول عدم اكتمال السوق والابتكار: أن هناك حواجز لإنشاء أسواق للأوراق المالية التي لا تجد بدائل متاحة، والتي يمكن استخدامها للوقاية من المخاطر الفنية. هذا الاقتراح يتفق مع نظرية بلاك ( Black 1986 ) : "نط الابتكار في العقود المتداولة في البورصة" ، التي تظهر وجود علاقة بين بقاء العقد الجديد ( قياسا إلى حجم التداول الخاص به) وقدرته على إكمال الأسواق.<sup>2</sup>

**2 - الابتكار وسيلة لمعالجة اهتمامات الأطراف ذات المصلحة و مشكل عدم تماثل المعلومات:** يحدث عدم التمايز في المعلومات في سوق الأوراق المالية عندما تتعدم إدارة الشركات حجب معلومات معينة عن المستثمرين لاستخدامها في تحقيق عائد غير عادي من الأسهم التي يملكونها، والتي قد تستخدمها الأطراف الداخلية في تحقيق عائد غير عادي قبل نشرها في التقارير المحاسبية. ونظرا لأن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي، فإن الأطراف الخارجية ( المستثمرين ) سوف تلجأ إلى أساليب دفاعية لحماية نفسها ضد مخاطر عدم تماثل المعلومات، فيفضي وجود عدم تماثل المعلومات إلى وجود الاختيار العكسي والمخاطر المعنية ( Moral Hazard ) وكلاهما يتداخل مع التشغيل الكفاء و السلس للأسواق المالية في تحويل الموارد التمويلية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، مما قد يقلل من حجم الموارد التمويلية المعروضة في الأسواق المالية بطريقة مصطنعة، ويخلق عجزا زائفا في عرض تلك الموارد، ومن ثم ترتفع تكلفة التمويل بطريقة غير مبررة اقتصاديا، فيضيق نطاق الأسواق المالية.

**3 - الابتكار موجود بحيث تستطيع الأطراف تقليل تكاليف المعاملات و البحث والتسويق:** ناقش ميرتون ( Merton 1989 ) كيف أن وجود تكاليف المعاملات يوفر دورا حاسما بالنسبة للوسطاء

<sup>1</sup> Peter Tufano, Financial Innovation: working paper, the Division of Research of the Harvard Business School, June 16th, 2002. appear as a chapter in George Constantinides, Milton Harris and Rene Stulz, The Handbook of the Economics of Finance, North Holland, 2004, p10.

<sup>2</sup> Peter Tufano, op, cit, pp10 -12.

الماليين الذين يسمحون للأسر التي تواجه تكاليف المعاملات بتحقيق الاستهلاك والاستثمار الأمثل، يستخدم ميرتون هذه الحجة ليشرح كيف أن مبادلة الأسهم (Equity Swaps) يمكن أن تكون وسيلة فعالة لتحقيق عوائد للمستثمرين متعدد الجنسيات. وهدف العديد من الابتكارات العملية في مجال تكنولوجيا نظام الدفع لخفض تكاليف المعاملات مثل: أجهزة الصراف الآلي والبطاقات الذكية Smart Cards, ATMs). حيث أن تكاليف المعاملات وتكاليف البحث والتسويق تتضمن مجموعة متنوعة من المكونات: كتكاليف تحديد المشتري والبائع، تكاليف المعلومات وتكاليف تجهيز المعاملات. وقد قام مادان وسوبرا (Madan and Soubra) بدراسة كيفية محاولة الوسطاء الماليين تعظيم الإيرادات الصافية من تكاليف التسويق، الأمر الذي يؤدي بهم إلى تصميم المنتجات المتعددة التي تنتشر إلى مجموعة أوسع من المستثمرين.<sup>1</sup>

**4- الابتكار هو رد على الضرائب والقوانين:** ربط العديد من المؤلفين بين الضرائب والابتكار، حيث أشار ميلر كثيراً إلى هذه النقطة فقال بأن الدواع الرئيسية للابتكارات الناجحة على مدى السنوات العشرين الماضية سببها القوانين والضرائب.<sup>2</sup> إن السعي الدائم لتعظيم العوائد بعد خصم الضرائب، والتغيرات في قانون الضرائب يعتبران محفزين رئيسين للابتكار المالي. على سبيل المثال، مختلف الهيأكل المرتبطة بالأسهم التي تستخدمها الشركات لتسييل مقتنياتها من الأسهم، ترخص لهذه الشركات التأخير في دفع الضرائب على أرباح رأس المال. فالابتكار يستجيب لقيود القوانين التنظيمية، والتي بدورها يتم تعديلها في رد فعل على هذه الابتكارات. وقد اتخذت المناقشة الأكademie بشأن القوانين أشكالاً عديدة: ما إذا كان القانون قد حفز أو أعاق الابتكارات وعما إذا كان معقولاً في ضوء الابتكارات.<sup>3</sup>

**5- إنتشار العولمة ومخاطر تحفيز الابتكار:** معظم المقالات حول الابتكار المالي تحدد العولمة والتقلبات المتزايدة (التذبذب) كدافعين للابتكار. مع انتشار العولمة، تتعرض الشركات، المستثمرون والحكومات لمخاطر جديدة (مخاطر أسعار الصرف أو المخاطر السياسية)، والابتكارات تساعدهم على إدارة هذه المخاطر. على سبيل المثال، في تقرير صحي أعلن أن البنك الدولي الأمريكي للتنمية أنشأ أول ورقة مالية تتضمن قابلية تحويل العملات وتحويل الضمان. وتنسب مجموعة متنوعة من الابتكارات إلى محاولات تلبية احتياجات محددة للمستثمرين المنتفعين. كما أشار بعض الكتاب إلى أن زيادة التذبذب تعتبر كحافز للابتكار، حيث درس كل من سميث، سميثسون و ويلفورد (Smith, Smithson and Wilford 1990) زيادة تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع الأساسية، والربط بين هذه الزيادة في المخاطرة والابتكار المالي وقد توصلوا إلى النتائج التالية: قد تسبب

<sup>1</sup> Peter Tufano, op. cit. pp14 -16.

<sup>2</sup> Merton Howard Miller, "Financial innovation: The last twenty years and the next", Journal of Financial and Quantitative Analysis, volume 21.issue 4, December 1986. pp 459-471.

<sup>3</sup> Peter Tufano, op. cit. pp16 -19.

عدم اليقين في البيئة المالية العالمية في العديد من المشكلات الاقتصادية والاطرارات، ولكنه كان أيضاً قوة دافعة للابتكار المالي، الذي من خلاله، أصبح الوسطاء الماليون حالياً قادرين على عرض منتجات علماً لهم وإدارتها بل حتى استغلال المخاطر الجديدة. من خلال هذا الابتكار نفسه، أصبحت المؤسسات المالية قادرة على تقييم وإدارة أصولها وخصوصيتها الخاصة بشكل أفضل. وقد أعدوا قائمة بمجموعة متنوعة من الابتكارات وجدت بسبب زيادة التذبذب منها: التبادل الدولي، العقود المستقبلية، المبادرات، الخيارات، العقود المستقبلية على معدلات أسعار الفائدة، مبادرات أسعار الفائدة، الخيارات على أسعار الفائدة، المبادرات السلعية والعقود الآجلة.

**٦ - التطورات التكنولوجيا تحفز الابتكار:** تعتبر التطورات التكنولوجية تفسيراً لتوفيق عرض بعض الابتكارات المالية، فمثلاً التقدم في تكنولوجيا المعلومات دعم مخططات التجميع المتظورة التي نلاحظها في التوريق. حيث أن تكنولوجيا المعلومات والاتصالات السلكية واللاسلكية في تحسن مستمر وقد سهلت عدداً من الابتكارات، بما في ذلك أساليب جديدة من الاكتتاب في الأوراق المالية (على سبيل المثال الاكتتاب العام المفتوح OpenIPO )، وسائل جديد لتجميع محافظ الأسهم ( FolioFN )، أسواق جديدة للأوراق المالية وأيضاً وسائل جديدة لتنفيذ معاملات آمنة.<sup>١</sup>

#### الفرع الثاني : علاقة الابتكار المالي بالهندسة المالية

أولاً: الفرق بين الابتكار المالي والهندسة المالية: إن السؤال الذي يطرح نفسه على بساط البحث هو:  
**هل الهندسة المالية والابتكار المالي شيء واحد؟**

يجيب ميرتون على هذا التساؤل فيقول:

إن الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، و هي منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدماً مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه علماً لها، ويستفاد مما تقدم أن الهندسة المالية والابتكار المالي ليسا شيئاً واحداً، وإنما هما عمليتان متكمالتان تعتمد كل واحدة منها على الأخرى. فالحاجة تدفع الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية التي يتتوفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع هذه الابتكارات

<sup>١</sup> Peter Tufano, op, cit, p22

موضع التنفيذ. ليتم طرحها في صورة أدوات مالية، وخدمات، تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على أن يكون لها فضل السبق في تقديمها للعملاء.<sup>1</sup>

فالابتكار بطبيعته لا يمكن التنبؤ به، و لولا ذلك لما سمي ابتكارا. وبالتالي، ينبغي توجيه الاهتمام نحو الأدوات والتكنيات التي تسهل الابتكار والإبداع. لذلك يمكن وصف الهندسة المالية على النحو التالي: هي مبادئ واستراتيجيات لتطوير الحلول المالية المبتكرة. نتحدث هنا عن الفرق بين أدوات الابتكار والابتكار نفسه. وقد صاغ بونو ( Bono سنة 1970 ) مصطلح "التفكير الجانبي" لوصف استراتيجيات التفكير والتكنيات التي تسمح بتشجيع الإبداع، فالإبداع هو نتيجة وليس هو نفسه موضوع التحليل. وبالمثل، تتعلق الهندسة المالية بالأدوات و التكنولوجيا، و الأساليب والطرق لتطوير أدوات خلاقة ومنتجات مبتكرة، فتعريف الهندسة المالية يذكر الحلول المالية بدلا من الأدوات أو العقود. هذا يسلط الضوء على القيمة المضافة للابتكار. إذ أن: "الحل" هو شيء يرضي حاجة حقيقة لم يكن إرضاءها ممكنا من قبل. بذلك فهو يشمل العمليات، الأوراق المالية و المنتجات التي تؤدي إلى تحسين الكفاءة والعائد.

وفقا لميسون وآل ( Mason et Al ) ، لا يجوز أن نحكم على الهندسة المالية من خلال تعقيد النماذج الرياضية، أو الوثائق القانونية المطلوبة بل من خلال توسعها الاقتصادي والمرونة الإدارية التي تقدمها لمستخدميها.<sup>2</sup>

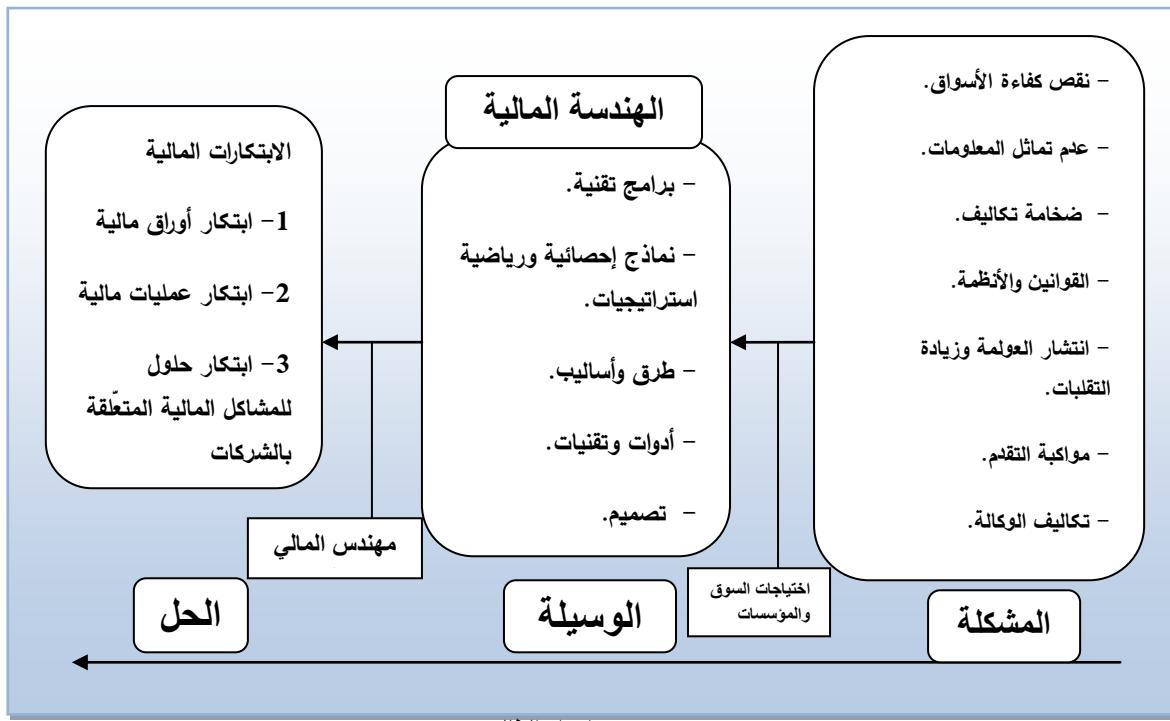
---

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، القاهرة، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 2005، ص 83.

<sup>2</sup> Sami Al Suwailem، "Financial Engineering: An Islamic Perspective"، SINERGI، Volume. 9 No. 1، january 2007، p87.

ويمكن تلخيص علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية في الشكل التالي:

الشكل (1-1) علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية :



## **المبحث الثاني : الاطار النظري للهندسة المالية**

الهندسة المالية هي مجموعة متعددة وواسعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتقييد والاندماج وإعادة الهيكلة المالية للشركة وغيرها من الأنشطة المالية، وتنشأ الحاجة إلى الهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية تحد على المستثمر أو الشركة عدم تضييعها، أو التعامل مع ظروف المنافسة الدولية وتزايد المخاطر الملزمة لأنشطة الاستثمارية، وبذلك تعتبر الهندسة المالية من أدوات ووسائل التحوط المالي التي لا يمكن لأي مؤسسة أو مستثمر الاستغناء عنها . وتعرف كذلك بأنها تصميم، تطوير والتزود بتقنيات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية، وكذلك هي التطبيق العملي لمبادئ رياضية أو علمية لحل مسائل أو لتصميم منتجات وخدمات مالية جديدة.

### **المطلب الأول : ماهية الهندسة المالية**

على مدى العقد الماضي، دمجت الهندسة المالية بين الرياضيات ونظرية الاحتمالات، والإحصاءات وتحليل السلسل الزمنية وبحوث العمليات... <sup>1</sup> لذلك فمصطلح الهندسة المالية يستخدم في مناسبات متعددة لمعنى متباعدة وقد صار لصيقاً بالمشكلات المالية بدرجة كبيرة.<sup>2</sup> لذلك سناحول من خلال هذا المطلب توضيح مفهوم الهندسة المالية من زوايا مختلفة، وإعطاء تعريف شامل لهذا المصطلح.

#### **الفرع الأول : مفهوم الهندسة المالية**

إن مصطلح الهندسة المالية يعني أشياء مختلفة لأناس مختلفين بطبيعتهم وهذا أمر لا يدعو إلى الدهشة لأن هذا المجال مازال مغلاقاً ولم يتم تعريف هذا المصطلح تعريفاً محدداً. وقد استخدم مصطلح الهندسة المالية بعد اكتشاف نموذج تسعير الخيارات ( بلاك-سكولز-ميرتون black-scholes-merton ) في أوائل السبعينيات حيث أدى هذا الإنجاز العلمي إلى إيجاد وسيلة جديدة لحل المشاكل المالية العملية عن طريق تصميم العقود المخصصة وتكرارها بشكل حيوي باستخدام الأدوات التي يتم تداولها في الأسواق.<sup>3</sup> إن معظم تعريفات الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية.

<sup>1</sup> Masanobu Taniguchi، Junichihirukawa، Kenichiro TaMaki، **Optimal Statistical Inference in Financial Engineering**، United States of America، Taylor & Francis Group، 2008، p12

<sup>2</sup> سامي بن إبراهيم السويم، التحوط في التمويل الإسلامي، بنك التنمية الإسلامية، معهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، نشر مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى، 2008، ص 105.

<sup>3</sup> Zvi Bodie، Ph.D. Professor of Finance at Boston University What Is Financial engineering، [www.fenews.com/what-is-fe/what-isfe.htm](http://www.fenews.com/what-is-fe/what-isfe.htm)، 20-4-2021.

## أولاً : تعريف الهندسة المالية:

1- حسب الرابطة الدولية للمهندسين الماليين (**iafe<sup>1</sup>**): الهندسة المالية هي تطبيق الطرق الرياضية لإيجاد حلول لمشاكل التمويل. و تعرف أيضاً بالرياضيات المالية و التمويل الرياضي و التمويل الحسابي. تعتمد الهندسة المالية على أدوات الرياضيات التطبيقية و الإعلام الآلي و الإحصاءات والنظرية الاقتصادية. حيث يوظف المهندسون الماليون لدى كل من بنوك الاستثمار والمصارف التجارية وصناديق التحوط وشركات التأمين، والهيئات التنظيمية. و كل هذه الشركات تطبق أساليب الهندسة المالية لحل مشاكل مثل تطوير المنتجات الجديدة و تقييم مشتقات الأوراق المالية و هيكلة المحافظ الاستثمارية و إدارة المخاطر. كما أن زيادة وتيرة الابتكار المالي أبرزت الحاجة إلى أفراد مؤهلين تأهيلًا عاليًا مع تدريب خاص في مجال الهندسة المالية، التي لا تزال في نمو مستمر في جميع الأوسوائق المالية.

2- تعريف فينرتி (**finnerty 1988**): الهندسة المالية هي: تصميم وتطوير أدوات وآليات مالية مبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل. حيث أن التعريف السابق يتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة هي كالتالي:<sup>2</sup>

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل عقود المشتقات المالية.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التداول الإلكتروني.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة المالية التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الالتزامات، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

3 - أما جون مارشال (**john f. marshall**): فيعرف الهندسة المالية على أنها استخدام أدوات مالية مثل المشتقات، للحصول على ميزات المزيج المرجو من العائد والمخاطر. أما على نطاق أوسع، فهي تطبيق التكنولوجيا المالية من أجل حل المشاكل المالية واستغلال الفرص المالية. و تستخدم في بعض الأحيان بشكل ضيق على أنها إدارة المخاطر المالية. ويرى مارشال أن الميزة الأساسية للهندسة المالية هي استخدامها للابتكار والتكنولوجيا لهندسة الهياكل المالية ( بما في ذلك إيجاد حلول للمشاكل ).<sup>3</sup>

انطلاقاً مما سبق يمكننا في الأخير تعريف الهندسة المالية بأنها: تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبعدة للمشكلات الاقتصادية والمالية، ولا يقتصر دورها

<sup>1</sup> International Association of Financial Engineers.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 90-91

على المنتجات الجديدة فحسب، بل يمتد كذلك إلى محاولات تطوير أدوات وأفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال. فالهندسة المالية بذلك تعتبر منهجاً لنظم التمويل المعاصرة يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصرف بأنها متعددة ومتنوعة. وتكمّن أهمية الهندسة المالية خصوصاً في عالمنا المعاصر بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معاً . وهذه المهمة ليست بيسيرة حيث تحتاج إلى تضاد جهود على شكل تنظيمي بين الاقتصاديين والمصرفين والمحاسبين للخروج بمبادرات فعالة.

#### الفرع الثاني: مسببات ظهور الهندسة المالية

هناك نظريات عديدة ومتعددة حاولت تفسير أسباب وجود الهندسة المالية ونشوئها، لكنها في مجملها تصب في قالب واحد وهو أن الحاجة أم الضرر. فالحاجة لتجاوز القيود والعراقيل التي تواجه أهدافاً اقتصاديةً معينةً تدفع بالمعاملين للبحث عن حلول مبتكرة ومبدعة لهذه المشاكل. ومن أهم العوامل التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية وإنزاله إلى أرض الواقع ما يلي:<sup>1</sup>

**أولاً: الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:** تقوم الوسائل المالية من بنوك وشركات تأمين وشركات استثمار وسماسرة... عموماً بتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدات العجز المالي. ويمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظرياً، من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائل المالية. ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي إلى كثير من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة. و رغم ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطرفة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتاريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائل المالية بصورها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً. ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

**ثانياً: تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:** مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله. فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذه السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء. ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة

<sup>1</sup>الجي أبو ذر محمد أحمد، الهندسة المالية الأبعاد العامة والأسس للتمويل الإسلامي، مجلة المقتصد، العدد السابع عشر، مجلة فصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، سبتمبر 1996، ص 11.

والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تتعذر فيه الحاجز الزمنية والمكانية و يصل مذاه إلى وصول المعلومة المرسلة ونظرًا لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المتراوطي بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات و مقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالتالي كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق، كلما تمكّن مبتكر الأوراق والأدوات المالية ومصمموها من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة، وكلما صمموا أو ابتكرموا أدلة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

ثالثاً: ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية: يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بفورات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين وهذين المعياريين ( الكفاءة والفعالية ) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسيع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموما نحو درجات عالية من تجويد الخدمات للعملاء وتقديمها. ولذلك نجد أدوات أو وسائل مالية مثل ( تبادل أسعار الفائدة ) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبيا مثل إعادة تمويل القروض.

ويمكن تلخيص الأسباب المباشرة لنشأة هذه الأدوات الجديدة فيما يلي:

- 1 أن هذه الأدوات والوسائل المبتكرة تقلل تكاليف المعاملات بين الوحدات المختلفة الفاعلية.
- 2 أنه يمكن عن طريقها خلق أنواع جديدة من الأوراق المالية، وبذلك يمكن مقاسمة المخاطر بطرق جديدة وإلى أبعاد جديدة.
- 3 أنها يمكن أن تتغلب على كثير من العوامل الخارجية المؤثرة مثل تغير قوانين الضرائب والقوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية في دولة دون الأخرى.

رابعاً: تطور النظرية المالية: أصبحت الهندسة المالية ممكنة بعد التقدم الذي حققه النظرية المالية، حسن هذا من تقييم الأوراق المالية، ومن العلاقة بين أنواعها المختلفة. يفترض الفهم الجيد لاقتراح أنواع جديدة من الأوراق المالية التي لا توجد ولكن يمكن اقتراحها.<sup>1</sup>

خامساً: زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة: أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم، المستقبليات والمبادلات والابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسوبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جداً ، ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية

<sup>1</sup> مأثير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخوزامي، الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر، القاهرة، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007، ص 49.

بشكل واسع. و كنتيجة لذلك أصبح من الممكن إنتاج عقود مالية حسب الطلب وبتكليف معقول، بشكل يشمل تشكيلة واسعة من الحاجات الاستثمارية وال حاجة إلى إدارة المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال.<sup>1</sup>

سادساً: **زيادة المخاطر وال الحاجة إلى إدارتها:** إن الوقاية من المخاطر المالية هي واحدة من المهام الرئيسية التي يجب على الشركات الاهتمام بها. فاستخدام المشتقات لتجنب هذه المخاطر هو استراتيجية عملية ولكن تعتمد اعتماداً كبيراً على مهارات المتعاملين ودقة التنبؤات.<sup>2</sup> كما أن التحول الاقتصادي من اقتصاديات تركز على العمالة إلى اقتصاديات كثيفة المعرفة، أدى إلى تقلبات كبيرة وغير متوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، مما شكل خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال و هدد وجودها. وترتب على ذلك ضرورة إنتاج منتجات جديدة.<sup>3</sup>

#### المطلب الثاني: فلسفة الهندسة المالية واستراتيجياتها

لبيان أهمية الهندسة المالية، بعد إيضاح مفهومها لابد من التطرق إلى آفاقها من خلال إبراز فلسفتها و مجالاتها و استراتيجيتها، ارتأينا تقديم هذا المطلب في الفروع التالية :

#### الفرع الأول : فلسفة الهندسة المالية وأهدافها :

أولاً: **فلسفة الهندسة المالية:** تتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة، تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسرعة التغير التي تتسم بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر، وتؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ باتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المنشآت، ومن ثم زيادة حالة عدم التأكيد والتي تعني زيادة المخاطرة التي تواجهها هذه المنشآت.<sup>4</sup> وترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية ( المنتجات المالية ) والتبادل والتوفيق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، ومحاولة تغيير الأدوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطر وزيادة العائد ( تبديل أسهم بأسهم أو سندات بسندات أو أسهم بسندات أو عملة بأخرى حسب تقلبات وديناميات أسواق المال ).<sup>5</sup> ولتوسيع فلسفة الهندسة المالية يمكن أن نجسدها بالشكل التالي:

<sup>1</sup> Zvi Bodie, What Is Financial Engineering?, Op-Cit. p1.

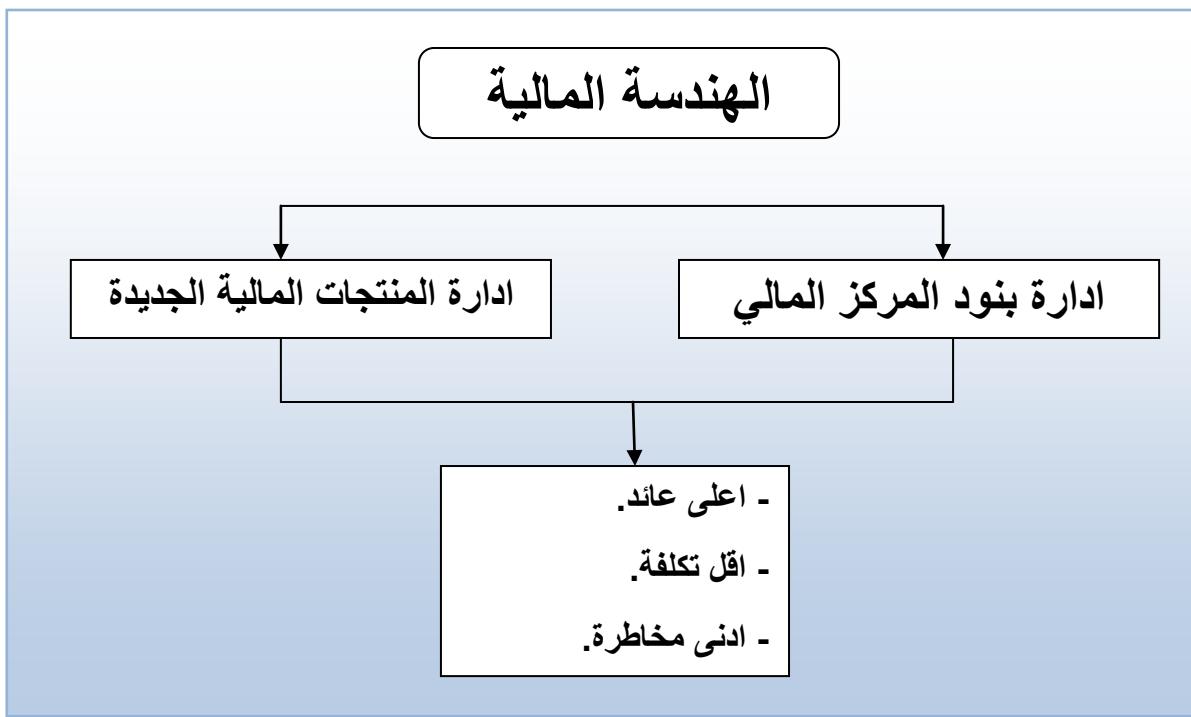
<sup>2</sup> Pdf downloaded on 20th 4 2021 from <http://www.sciencedirect.com>.

<sup>3</sup> فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 1998-1999، ص 224 .

<sup>4</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 31 .

<sup>5</sup> فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 2008، ص 132 .

الشكل ( 1 - 2 ) فلسفة الهندسة المالية:



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، عمان، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007، ص 32.

يتضح من الشكل ( 1 - 2 ) بأن الهندسة المالية ترتكز على:

- إدارة بنوك المركز المالي.

- إدارة المنتجات المالية الجديدة.

ويكون غرضها الأساسي تحقيق أعلى قيمة للمشروع بالتركيز على الاستثمارات المادية والمالية بأقل تكلفة وأدنى مخاطرة محتملة.

**ثانياً: أهداف الهندسة المالية:** تعد الهندسة المالية شريان الحياة للإبداع المالي، ولديها العديد من الأهداف لعل أهمها هو: خفض حجم المخاطرة المالية ويكون ذلك عادة بإيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوظيفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.

كما أن للهندسة المالية اهداف ثانوية من بينها:

- 1- إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقايسة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو القدرة أفضل على التأثير بالتدفق المالي.
- 2- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بمعاملات معينة و خلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا، إذ إن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالبا أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.
- 3- تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط.
- 4- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، والتي تتميز بالسيولة العالية نسبيا.

#### الفرع الثاني : مجالات الهندسة المالية ومسؤولياتها :

**أولاً: مجالات الهندسة المالية :** تتحدد مجالات الهندسة المالية من خلال المشاكل التي تعالجها، وهناك ثلاثة مشاكل رئيسية في الهندسة المالية. للتعامل بفعالية مع أي مشكل منها تحتاج إلى افتراض وجود نموذج احتمالي لفرص الاستثمار في الأسواق المالية. إذ أن كل العائدات في الوضع الحقيقي تتحقق عندما يتعرض شخص ما لديه هدف و موقف معين ويحتاج إلى معرفة ما يتغير عليه اتخاذه من إجراءات:<sup>1</sup>

- 1- **تسعير المشتقات:** هناك طلب كبير على الأوراق المالية المشتقة، والتي تكون عوئدها مستمدة من متغيرات أساسية، مثل أسعار الأوراق المالية الأخرى. إن بيع هذه الأوراق المالية المشتقة بحاجة لتحديد ما هو ثمن التبادل الذي يتماشى مع تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر.
- 2- **إدارة المخاطر:** أي شخص يدير محفظة مؤسسية يحتاج أن يكون قادرا على قياس ومراقبة مخاطرها لإدارتها بحكمة وإرضاء كل من رؤسائه، المستثمرين والمنظمين.

<sup>1</sup> Jeremy Staum, **Financial Engineering with Stochastic Calculus**, School of Operations Research and Industrial Engineering Cornell University, Ithaca, New York, 2002, p 2 .

**3- تحسين محفظة الأوراق المالية :** يرغب الأفراد والمؤسسات في الاستثمار الأمثل للوصول إلى أهدافها المالية. فالمستثمرون دائماً يفتشون عن المعلومات التي لم تتعكس في أسعار الأوراق المالية الحالية كي يحققوا أرباحاً باعتبارهم أول من اكتشف هذه المعلومات.<sup>1</sup>

أما فريد النجار فيرى أن مجالات الهندسة المالية هي تصميم وتشغيل ومراقبة التدفقات النقدية وشبه النقدية باستخدام الأدوات الكمية والكمبيوتر والنماذج الاقتصادية والمحاسبية لاتخاذ القرارات المثالية. لذلك تغطي الهندسة المالية المجالات التالية:<sup>2</sup>

- 1- الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض،
- 2- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني،
- 3- نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي القانوني،
- 4- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التأمين،
- 5- إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية " الخاصة والعامة" المحلية والدولية لغرض الربح أو لغير ذلك.

**ثانياً : مسؤوليات الهندسة المالية:** نقصد بمسؤوليات الهندسة المالية المهام التي يمكن أن تضطلع بها وظيفة الهندسة المالية بمؤسسات الأعمال، ونذكر منها:

- 1- التحليل المالي والتخطيط المالي، تنظيم المنظومة المالية وإعادة هيكلتها وفق التغيرات البيئية، وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال.
- 2- إدارة هيكل الأصول النقدية: محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق وأوراق القبض والمخزون والآلات والأصول الثابتة الأخرى.
- 3- إدارة هيكل التمويل، قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل وطويلة الأجل وتنسب رأس المال للإقراض.
- 4- إدارة المنتجات المالية ومشتقاتها.

<sup>1</sup> خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، 2009، ص 434.

<sup>2</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 1999-1998، ص 226.

**الفرع الثالث : استراتيجيات الاستثمار بأدوات الهندسة المالية**

نقصد باستراتيجيات الاستثمار بأدوات الهندسة المالية، الأهداف التي تسعى الهندسة المالية لتحقيقها على المدى البعيد باستخدام مجموع أدواتها الممكنة، وهي كثيرة، نتطرق فيما يلي لأهمها.

**أولاً: التغطية :**

**1- تعريف التغطية:** هي العملية التي يبحث من خلالها أحد المستثمرين عن حماية مركز له في السوق الحاضرة باستخدام مركز مضاد.<sup>1</sup> ( سيتم التعرض إلى كل ما يتعلق باللغطية والتغطية باستعمال أدوات الهندسة المالية في الفصل الثاني ).

**2- استخدام المشتقات في التغطية:** إن الأهمية التي تحظى بها المشتقات كأدوات لإدارة المخاطر، وبوصفها وليد الهندسة المالية، تظهر جلية في من دراسة أجريت عام 1993 على مجموعة من المنشآت المالية. يطلق عليها مجموعة الثلاثين، حيث كشفت عن أن 44 من تلك المنشآت تعتقد أن المشتقات أدوات هامة للتغطية ضد المخاطر ، بينما تنظر إليها 37 من مفردات العينة على أنها حتمية، كما كشفت الدراسة أيضاً أن 87 من تلك المنشآت تستخدم عقود مبادلة أسعار الفائدة، و64 تستخدم عقود مبادلة العملات، 78 تستخدم العقود الآجلة والعقود المستقبلية للتغطية ضد مخاطر أسعار الصرف، 40 تستخدم عقود الخيارات على أسعار الفائدة و31 تستخدم عقود الخيارات على العملات.<sup>2</sup>

**ثانياً: المضاربة :**

**1- تعريف المضاربة:** المضاربة بتعريفها العامي هي التوقع مبدئياً، ومن ثم تقدير فرص الكسب لاغتنامها واحتمالات الخسائر لتجنبها.<sup>3</sup> وقد وجدت المضاربة عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في الأسواق المالية هدفهم شراء الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها والحصول على فارق السعر كربح رأسمالي. وتحقيق هذا الهدف يتوقف على:

- وجد فروق في الأسعار بين البيع والشراء ،
- زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل بها.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 318.

<sup>2</sup> هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، مرجع سابق، ص 29.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 37.

2- استخدام المشتقات في المضاربة: بما أن معرفة المتعاملين بفارق الأسعار أمر تقديرى، يدخل فيعدم التيقن والمخاطر والمجازفة، فإنه يتم استخدام أدوات الهندسة المالية كعمليات التغطية والخيارات.

ويتم استخدام العقود المشتقة في المضاربة عن طريق محاولة استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الالتزامات.<sup>1</sup>

يمكن استخدام العقود الآجلة للمضاربة، فالمستثمر الذي يعتقد أن قيمة الجنيه الإسترليني مثلًا سترتفع بالنسبة للدولار الأمريكي يمكنه أن يضارب عن طريق اتخاذ مركز طويل في عقد آجل.

#### ثالثاً: المراجحة :

1- مفهوم المراجحة: تمثل المراجحة شكلاً من أشكال المضاربة يتم من خلالها تقييد ربح عديم المخاطرة أو تثبيته عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق أو عدم توازن بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما، والسعر النقدي.<sup>2</sup> أي هي فرصة الشراء والبيع في الوقت نفسه وفي أسواق مختلفة، والأداة المالية نفسها مع تحقيق هامش من الربح.

ويذهب البعض إلى إطلاق مصطلح الموارنة على هذه العمليات أخذًا بالنتائج التي تترتب عليها من إعادة التوازن في الأسعار بين مختلف الأسواق. و تهدف الهندسة المالية من خلال إستراتيجية المراجحة إلى ابتكار فرص مراجحة خالية من المخاطرة ولعل السبب في ذلك يرجع إلى عدم كفاءة الأسواق لأن المراجحة ذاتها لا تتحقق في الأسواق ذات الكفاءة العالمية، فهي الأسواق تامة الكفاءة أو عالية الكفاءة لا يوجد تباين في الأسعار بين سوق وأخرى، وهذا أمر نادر التحقق إن لم يكن مستحيلاً في الواقع.

#### رابعاً: إدارة الأصول والخصوم :

1- تعريف إدارة الأصول والخصوم: يمكن تعريف إدارة الأصول والخصوم على أنها: فن وعلم اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظة أصول المنشأة، وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظة الخصوم. ومنذ زمن طويل كان من الأمور المسلم بها أن محفوظة خصوم أية منشأة كانت تخرج عن نطاق المنشأة، ولهذا ركزت إدارة هذه المنشآت على اختيار مزيج محفوظة الأصول. إلا أن ذلك تغير تماماً منذ السبعينيات، حيث أعطت الأدوات المالية الجديدة والاستراتيجيات الحديثة يداً طلقة للمنشأة على خصومها. وهناك

<sup>1</sup> عطية أحمد صلاح، مشاكل المراجحة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 222.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم—إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 32.

خمسة مفاهيم أساسية لفهم إدارة الأصول والخصوم واستيعابها، هي: السيولة، الهيكلة، حساسية أسعار الفائدة، الاستحقاقات و مخاطر التوقف عن الدفع.

2 - أسس نجاح إدارة الأصول والخصوم: لضمان نجاح إستراتيجية إدارة الأصول والخصوم فإنه يقترح الاسترشاد ببعض الأسس والمبادئ الضرورية لتنفيذ الهندسة المالية، أهمها:<sup>1</sup>

\* كثيراً ما يقترن نجاح عمليات التصويب الفني وإعادة الهندسة المالية للمشروعات بإجراء تغييرات جوهرية في الإدارة والتنظيم والتكنولوجيا المستخدمة، بالإضافة إلى تصميم سياسات تسويقية مبتكرة وتنفيذ حتى توجد طلباً فعالاً ومتزايداً على الإنتاج.

\* المقارنة بين البدائل المختلفة بين الملكية والديون: سواء ما تعلق بالأوراق المالية التقليدية كالأسهم والسنادات العادية أو حتى الأنواع الجديدة من الأوراق المالية الهجينة.

### المطلب الثالث: ابتكارات الهندسة المالية

بصفة عامة نسمى منتجاً للهندسة المالية أولاً بتكاراً لصناعة الهندسة المالية كل ما يمكن أن يحقق واحداً أو أكثر من أهداف الهندسة المالية مستخدماً في ذلك الأدوات المشار إليها سابقاً. هذا مع الإشارة إلى التداخل الذي يكتفى التفرقة بين أدوات الهندسة المالية ومنتجاتها. فأدوات الهندسة المالية مثلاً في ذاتها تعتبر منتجًا من منتجات الهندسة المالية، كما أن هناك بعض المنتجات تستخدم حياناً كأدوات لتحقيق أهداف أخرى وهكذا.

ونظراً لصعوبة حصرها لكثرتها، يمكن إدراج ابتكارات الهندسة المالية ضمن الفروع الرئيسية التالية:<sup>2</sup>

- ابتكار أوراق مالية،

- ابتكار عمليات مالية،

- ابتكار حلول للمشاكل المالية المتعلقة بالشركات.

<sup>1</sup> هشام حسبي، "مفاهيم الهيكلة الناجحة"، مجلة البورصة المصرية، العدد 268 ، جويلية 2002 ، ص 31.

<sup>2</sup> عبد الكري姆 قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة ماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، بحث غير منشور، 2007، ص 45

الفرع الأول: ابتكار الأوراق المالية :

**أولاً : المنتجات التقليدية:** نقصد بها تلك المنتجات موضوع صناعة الهندسة المالية التي تحولت حالياً بعد شيوخها وانتشارها إلى منتجات نمطية، ولعل ما يميز هذه المنتجات، أنها تحولت من منتجات مربحة إلى سلع نمطية منخفضة الربحية، أو ربما خاسرة. ويرجع ذلك إلى أن هذه المنتجات قد انتشرت إلى الحد الذي أصبح فيه العرض يفوق الطلب بشكل جعل الفروقات بين ما تقدمه مؤسسة ما ومنافسيها يتضاءل إلى حد كبير، وتحولت المنافسة فيما بينها إلى السعر بدلاً من النوعية، وهذا ما أدى إلى انحسار الربحية وتراجعها.<sup>1</sup> ويمكن إجمال بعض تلك المنتجات فيما يلي:

**1- شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي شهادات غير شخصية يصدرها البنك، ولا تعطي لحامليها الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل ذلك التاريخ فإنه لا سبيل أمام حاملها سوى عرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يتضمن البنوك التجارية وبيوت السمسرة والتجارة التي تعامل في مثل هذه الشهادات. وطالما أن هذا النوع من الشهادات غير شخصي فإن معدل الفائدة عليها وتاريخ استحقاقها يتددنان بواسطة البنك دون تدخل من العملاء بما يجعلها قابلة للتمثيل. وكانت شهادات الإيداع القابلة للتداول تعتبر منتجاً مبتكرًا للهندسة المالية بالبنوك التجارية والمصارف الإنجليزية والأمريكية، حيث اعتبرت مصدرًا للأرصدة الإضافية للمصارف التي أصدرتها، كما مكنتها من ترتيب استدعاء الودائع وفق متطلبات الاستخدام. كما اعتبرت فكرة هذه الشهادات منطلقاً لابتكار الكثير من المنتجات المالية الأخرى، من بينها شهادات الاستثمار القابلة للتداول.<sup>2</sup>

**2- اتفاقيات إعادة الشراء:** تمثل اتفاقيات إعادة الشراء<sup>3</sup> أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء الأوراق المالية وبيعها لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق. وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد المسارورة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديه. ووفقاً للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر (بصفة مؤقتة) أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم في الوقت نفسه بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته، بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع به هذه الأوراق. على

<sup>1</sup> إبراهيم سامي السويف، "صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سابق، ص.8.

<sup>2</sup> أشرف محمد دوابة، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص 144 .

<sup>3</sup> على الرغم من أن اتفاقيات إعادة الشراء، أصبحت حالياً من منتجات صناعة الهندسة المالية التقليدية، إلا أنها تمثل نموذجاً رائعاً للهندسة المالية فهي تجمع بين نوعين من المنتجات، فهي أداة تمويلية مستخدمة بكثرة في الأسواق النقدية من طرف المؤسسات المالية، كما أنها في نفس الوقت عملية تمويلية تمكن المؤسسات المالية من تجاوز القيود القانونية من أجل الحصول على التمويل عند الضرورة.

أن تتفز صفة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وبين عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة.

**3 - اليورو دولار:** يستخدم مصطلح الدولار الأوروبي أو اليورو- دولار للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحفظها المصارف في خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى الأخص المصارف الأوروبيية. ويكون سوق الدولار<sup>1</sup> الأوروبي من عدد من المصارف الكبيرة في لندن وبعض الدول الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار.

#### 4- بطاقة الائتمان :

**1-4 : تعريف بطاقة الائتمان وطريقة عملها:** اعتبرت بطاقة الائتمان خلال المراحل الأولى لظهورها من أهم ما استطاع الفكر المالي إبداعه وهي من أشهر الخدمات المصرفية التي تقدمها البنوك التجارية. والبطاقة الائتمانية هي: بطاقة خاصة يصدرها المصرف لعميله، تمكّنه من الحصول على السلع والخدمات، من محلات وأماكن معينة، عند تقديمها لهذه البطاقة، ويقوم بائع السلع أو الخدمات وبالتالي بتقديم الفاتورة الموقعة من العميل إلى المصرف مصدر الائتمان، فيسدد قيمتها له، ويقدم المصرف للعميل كشفاً بإجمالي القيمة لتسديدها أو لحسماها ( خصمها ) من حسابه الجاري لطرفه.

#### 2- فوائد البطاقة الائتمانية: تحقق بطاقة الائتمان للمصرف المزايا التالية:<sup>2</sup>

- الارتفاع بتوظيف المصرف لأمواله إلى حدود كبيرة وإلى المدى الذي تسمح به موارده،
- ضمان جزء كبير من الأفراد المستفيدين من البطاقة كمتعاملين دائمين للمصرف حيث يت屑عون على التعامل معه والاستفادة من خدماته الأخرى،
- اضطرار المحلات التجارية ومحلات الخدمات المشتركة في النظام إلى فتح حسابات ودائعاً مع المصرف لتسهيل أعمالها، و غالباً ما تلجأ إلى الاستفادة من خدمات المصارف الأخرى،
- كبر حجم عائد هذا النظام بالقياس إلى أعバيه،
- يعتبر نجاح هذا النظام في حد ذاته أداة جيدة من أدوات الإعلان عن المصرف.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، دار المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص65.

<sup>2</sup> رمضان زياد، جودة محفوظ، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص 18-19.

#### ثانياً : المنتجات الحديثة:

1- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** هي تلك السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية للمنشأة المصدرة للسند. ولقد قدم المهندسون الماليون تلك الورقة في محاولة لمدى العون للمنشآت التي تحدوها الرغبة في إصدار أسهم عادية، غير أنها تجد صعوبة في ذلك، ربما لكونها قد تحولت حديثاً من شركة خاصة إلى شركة مساهمة وتتوفر لها الحد الأدنى من حملة الأسهم غير أنها تجد صعوبة في طرح المزيد من الأسهم للجمهور. يحدث هذا عادة بسبب نقص المعلومات المتاحة عنها، بشكل يجعل إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم هو البديل الأمثل.

2 - **رأس المال المخاطر:** يقدم هذا النوع من رأس المال شركات تسمى شركات رأس المال المخاطر التي ظهرت أول مرة في الثمانينيات، وهي شركات متخصصة في تمويل عمليات على درجة عالية من المخاطر أولاً في الحصول على عائد مرتفع يتناسب مع تلك المخاطر. يتكون رأس المال المخاطر عادة من أسهم ممتازة مصحوبة بstocks تعطي الحق في شراء أسهم عادية.<sup>1</sup>

3- **السندات ذات الكوبون الصفرى:** هي نوع من سندات الخصم، لا يحصل حاملها على فوائد دورية بل يحصل عليها مماثلة في الفرق بين السعر الذي يشتري به السند وقيمة الأصلية.

4- **اليورو:** لكن هل اليورو هندسة مالية؟ للإجابة عن هذا التساؤل لابد من الرجوع إلى تعريف الهندسة المالية أو الابتكار المالي ومن ثم معرفة موقع اليورو ضمن هذا التعريف. وستكون الإجابة هي أن اليورو بالإضافة إلى كونه عملة، فهو في الوقت نفسه أداة مالية مستحدثة ساعدت على تقديم حلول لكثير من المشكلات المالية والاقتصادية. وكما أشرنا سابقاً تعتبر الهندسة المالية ناجحة إذا تحققت فيها الشروط الازمة، و يمكننا ملاحظة أن كل هذه الشروط أو معظمها قد تحققت في العملة الأوربية الموحدة. وبهذا الخصوص يشير بعض الاقتصاديين إلى أن اليورو كان أحد الابتكارات المالية العالمية الأكثر أهمية في السنوات الأخيرة حيث أدى إلى<sup>2</sup>:

- تخفيض تكاليف المعاملات،
- خفض مخاطر سعر الصرف،
- خلق نظام مالي كفء في المنطقة الأوربية.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام المشتقات المالية والتوريق، مرجع سابق، ص 195.

<sup>2</sup> Eugenio Domingo Solans، **Financial innovation and monetary policy**، The 38th SEACEN Governors Conference and 22nd Meeting of the SEACEN Board of Governors on "Structural Change and Growth Prospects in Asia - Challenges to Central Banking" ، Manila، 13 February 2003.

**ثالثاً: المنتجات المالية المركبة:** في السنوات الأخيرة أصبح المستثمرون أكثر اهتماماً بتنوع استثماراتهم والابتعاد عن أسواق الأسهم التقليدية، واتجه المستثمرون إلى حلول استثمارية متقدمة وذكية ومنها المنتجات المالية التي تحمي المستثمرين من انخفاض الأسواق لكنها في الوقت نفسه تسمح بالاستفادة من أي ارتفاع قد تسجله هذه الأسواق، واليوم تتعدد المنتجات المالية المركبة بشكل كبير إلى حد قد يصعب معه حصرها جميعاً.

**1- ماهية المنتجات المالية المركبة:** هي عبارة عن استثمار مركب يضم أو يجمع منتجين أو أداتين ماليتين مختلفتين، قيمة هذا النوع من المنتجات المركبة تعتمد على العائد المرتبط إما بواحدٍ من الأداتين ضمن المنتج المركب أو العائد على كليهما معاً. وبشكل عام يكون هناك هدف واحد من المنتجين ضمن الأداة المالية المركبة هو المحافظة على رأس المال الذي تم استثماره، بينما يكون هدف الأداة الثانية هو العمل على تنمية رأس المال. في أبسط صورها تضم هذه الأدوات المركبة أداة مالية من ذات الداخل الثابت، بالإضافة إلى أداة مالية اختيارية أخرى. لذا يكون ضمن نفس المنتج أداة مالية تعمل كسندات وبذلك تضمن استقلال رأس المال واستلامه عند انتهاء موعد السند. بينما تعتمد قيمة الأداة اختيارية على قيمة الأصول التي ترتبطها والتي تكون عادة أكثر نقلباً، وفي حالة الأسهم عادة ما تتكون الأدوات المالية المركبة من سلةٍ أو باقةٍ من الأسهم ومؤشرات الأسهم المختلفة مثل أسهم الشركات الصناعية الكبيرة (CAC 40) و (ftse 500)، ومؤشرات (dowjones industrial)، ومؤشرات (s&p500). هذه المنتجات توفر ميزة أو صفة التنويع التي تعتبر أبرز مفاتيح تخفيف المخاطرة، ويرتبط العائد على المنتجات المركبة دائماً بأداء الأصول المرتبطة بها وفي حال كانت هذه الأصول عبارة عن أسهم فإن أداء المنتجات المركبة يكون مرتبطاً بأداء الأسهم أو مؤشرات الأسهم موضع الاستثمار.

#### 2- الخصائص الهيكيلية للمنتجات المالية المركبة :

**1- التوفيق بين العائد والمخاطرة:** تعتمد المنتجات المالية المركبة على ازدواجية فهي مشتقات مالية (خيارات) وسندات، فهي عبارة عن تركيبة بين الخيار على أصل من الأصول سواء كان سهماً أو سندًا أو حتى عملة أو سلعة أو غيرها أو سند ذو أجل محدد تختلف باختلاف مدة الاستثمار، كل هذا من أجل توفير مجموعة من الخيارات الجذابة للمستثمرين. تعود جاذبية هذه الخيارات إلى قدرتها على توفير عدد كبير من الأدوات المالية بناءً على خليط بين المخاطرة والعائد التي يرغب بها المستثمر أصلاً، كما أن هذه المنتجات المركبة توفر استراتيجيات متعددة حيث يمكن ربطها بعدد كبير من الأصول، يمكن لهذه الأصول أن تكون أسهماً أو سندات أو سلع أو عملات، أو صناديق تحوط. إذا نجحت الاستراتيجية أو التوقع يحصل المستثمر على الجزء الأكبر من الربح وإذا فشلت التوقعات فإنه يحصل على قسم صغير

جدا من الخسارة أو لا خسارة في أغلب الأحيان، وبالتالي يحقق أهدا مالية معينة بشكلٍ مسبق قبل القيام بالاستثمار.

**2-2 : قابلية التسييل:** بعض المنتجات المالية المركبة التي تستثمر في الأسهم أو العملات أو البضائع يمكن تسييلها يومياً أو في كل دقيقة، لكن هنالك أدوات لا يسمح بتسييلها إلا أسبوعياً أو شهرياً مثل صناديق التحوط ومقابل رسوم معينة، كما أن ضمان رأس المال لا يتحقق إلا إذا تم الانتظار حتى نهاية المدة المتفق عليها، فإذا قام المستثمر بتسييل الاستثمار قبل نهاية المدة المتفق عليها يحصل على القيمة السوقية للأداة والتي قد تكون أقل أو أكثر من القيمة المضمونة المتفق عليها في بداية المدة.

**2-3 : الحاجة إلى الوساطة:** على الأغلب يتم بيع هذه المنتجات للمؤسسات الاستثمارية ولمديري الأصول ووسطائها وأيضاً للشركات الراغبة بالاستثمار وأحياناً للمستثمرين الأفراد في علاقة مباشرة لكن بشكل عام يقال أن تعامل المؤسسات الاستثمارية بالمنتجات المركبة يفوق إلى حد كبير تعامل المستثمر الفرد هذه المنتجات.

**3- مخاطرها:** الاستثمار في المنتجات المركبة هو أمر يجب أن يفكر فيه المستثمرون. إن العامل الجاذب في المنتجات المركبة هو أنها في مقابل مخاطرها كتلك المرتبطة بالسندات تمنح عوائد كتلك المرتبطة بصناديق التحوط، إلا أنه على المستثمرين أن يدركون أن ثمة اختلافاً بين الاستثمار في المنتجات المركبة من جهة والاستثمار المباشر في الأصول المغطاة، وإضافة إلى ذلك فإن المنتجات المركبة قد لا يكون لها حقوق التصويت الممنوعة في الأصل المغطى، إضافة إلى أمور أخرى لها علاقة بالحالة السوقية لهذه المنتجات.

**الفرع الثاني: العمليات المالية:** تهدف الهندسة المالية من خلال ابتكار العمليات المالية إلى تطوير الأداء بصفة عامة. ويمكن إجمال هذه الابتكارات في:

- ابتكارات تهدف لتخفيض تكلفة المعاملات.
- ابتكارات تتيح الفرصة لاستخدام الأساليب التكنولوجية الحديثة التي تستهدف سرعة تنفيذ المعاملات.
- ابتكارات تهدف إلى تخفيض الرصيد النقدي المعطل. وفيما يلي بعض العمليات المالية الناتجة عن الهندسة المالية:

**أولاً : مؤشرات الأسهم :** ظهرت مؤشرات الأسهم لأول مرة في بداية القرن التاسع عشر في الولايات المتحدة الأمريكية على يد داو وشريكه جونز في بورصة نيويورك للأوراق المالية باصدار أول مؤشر لداوجونز للشركات الصناعية عام 1896.<sup>1</sup> والمؤشر هو عبارة عن رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو بالانخفاض. وتعتبر المؤشرات منتجًا من منتجات صناعة الهندسة المالية، حيث تقدم خدمة كبيرة للمتعاملين في البورصات ومديري المحافظ الاستثمارية، بل تحولت مع مرور الزمن إلى أداة استثمارية تجذب الكثير من المستثمرين حيث تمكنتهم من التحوط ضد المخاطر. كما أنها تعتمد كأساس لبعض المشتقات المالية. وظهرت حديثاً استخدامات هامة لمؤشرات الأسهم في مجالات الدراسات الاقتصادية والمالية للاستفادة من حركة الأسواق والاتجاهات الاقتصادية بشكل عام.

**ثانياً : الشراء الهامشي :** هو منتج من منتجات الهندسة المالية، يقصد به قيام العميل بتمويل جزء من الصفقة نقداً من أمواله الخاصة، والباقي بقرض يحصل عليه من السمسار، الذي ربما يقتضيه دوره من بنك تجاري. ويمثل المبلغ النقدي المدفوع الهامش المبدئي للصفقة، و الذي يمثل غطاء لحماية المقرض.

**ثالثاً : البيع على المكشوف :** الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية ثم تبيع فيما بعد. غير أن الهندسة المالية قد فاجأتنا بنمط آخر من المعاملات تابع فيه الورقة المالية أولاً، ثم تشتري فيما بعد، عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها.

**رابعاً : الاستراتيجيات المختلفة:** وهي تختلف حسب وضعية كل مؤسسة، وتتنوع بشكل كبير، ذكر منها:

**1- السيطرة العدوانية:** هي استيلاء منشأة على منشأة أخرى، بشراء كل أسهمها أو معظمها من خلال عطاءات الشراء. يتم ذلك رغم أنف إدارة الشركة المستهدفة.

**2- التخلص من جزء من أصول المنشأة:** وهي أسلوب لتخفيف حجم المنشأة، وذلك ببيع جزء من أصولها لمنشأة أخرى، إما لاحتاجتها لسيولة، أو لكون تلك الأصول تمثل خط إنتاج مستقل لا يعطي المنشأة ميزة، بل قد تكون عبأً.

**3- استراتيجية التحصين:** هي استراتيجية من شأنها أن تجعل التأثير الإيجابي أو السلبي على سعر السند، نتيجة للتغير في سعر الفائدة في السوق، مساوياً للتأثير السلبي أو الإيجابي الذي يحدثه التغير في سعر الفائدة على المعدل الذي يعاد به استثمار حصيلة السند عندما يحل تاريخ استحقاقه.

---

<sup>1</sup> حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 137.

ويمكننا إضافة استراتيجيات أخرى، منها: التسجيل من الرف و الاندماج و الخوخصة و الاستحواذ و خطط مشاركة العاملين في الملكية.

#### الفرع الثالث: إبداع وابتكار حلول للمشاكل المالية

نقصد بها مجموعة الأفكار المبتكرة التي تمكن المنشأة من تحقيق الأهداف المشار إليها في أهداف الهندسة المالية. ومن الواضح أن ذلك يعني ضمنيا عدم إمكانية حصرها، فهي تبدأ من الشركات المتعددة الجنسيات بوصفها شكلاً من أشكال إعادة الهيكلة المالية للشركات، إلى ستراتيجيات الهجومية كالسيطرة والاستحواذ أو حتى الاحتكار أحياناً. إلى الاستراتيجيات الدفاعية كالتحصين.

وفيما يلي بعض من المنتجات والتي تمثل هندسة مالية مبتكرة في مجال إيجاد حلول للمشاكل المالية للمؤسسات، ومن أمثلتها:

**أولاً : الهندسة المالية لنشاط السمسرة:** كانت عمولة السمسرة تمثل نسبة من قيمة الصفقة التي يتم إبرامها ولم يكن لاقتصاديات الحجم أي أثر على مقدار العمولة. وقد نجحت الهندسة المالية في إدخال ابتكار جديد هو سمسار الخصم تهدف لتخفيض تكفة السمسرة. ويقصد بسمسار الخصم بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعداً أكثر خدمات السمسرة تكلفة، وهي تقديم الخدمات الاستشارية في شأن قرارات الاستثمار.

**ثانياً : البديل ما بين الملكية والديون:** تعتبر من بين الخيارات المتاحة أمام الإدارة المالية في منشآت الأعمال، حيث تتم دراسة خصائص المصادر التمويلية وتتكلفتها ثم اتخاذ القرار التمويلي المناسب الذي يعظم قيمة المنشأة ويقلل تكاليفه إلى أقصى حد. إن معرفة كل منتجات الهندسة المالية يعتبر من ضروب المستحيل، لهذا نجد أنه لا يطلب من المهندس المالي - مثلاً - أن يكون على دراية بكل المنتجات المالية، بل يكفي للمهندس المالي الذي يعمل في أسهم شركة ما أن يكون على دراية بهذه الأدوات ( أي الأسهم بمختلف أنواعها ) والتي تستخدم لتحقيق الأهداف التمويلية لشركته، والمهندس المالي الذي يعمل في السوق المالي، ينبغي أن يكون على دراية بالمشتقات المالية واستخداماتها، لإدارة المخاطر أو للمضاربة.

## **خلاصة الفصل الأول**

لقد قمنا من خلال الفصل الأول بتوضيح جملة من المفاهيم الأساسية والمرتبطة بالابتكار المالي والهندسة المالية. والابتكار المالي ببساطة هو جلب منتج جديد إلى السوق يكون متميز عن غيره ويكون له وزنه في الأهمية، وتعتبر الهندسة المالية وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي وقد ظهرت في صورة أدوات وآليات مالية جديدة تمثل حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة، ويجري توظيف الابتكارات المالية في مجال التحوط، المضاربة، والمراجحة. كما أن الهندسة المالية هي التصميم، والتطوير، والتنفيذ، لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل. هذا مع الإشارة إلى أن هذا المفهوم لا يزال يحتاج إلى ضبط خاصة من الناحية الأكاديمية.

**الفصل الثاني :**

**الاطار النظري**

**للسوق المالية**

**تمهيد**

ناتج عن التطورات المتلاحقة في كل من المجالات الاقتصادية، الصناعية و الاجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، حيث حضيت باهتمام بالغ على جميع المستويات و ذلك نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل. وأحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها و سيولتها، فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، و يتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال، وبذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصadiات معظم الدول، و حضيت باهتمام كبير و خاصة من طرف الحكومات والمستثمرين.

فسوق الأوراق المالية كغيرها من الأسواق، تتوفر على أدوات مالية تعمل على تحريكها وتنشيطها لما تمتاز به من خصائص، تسمح لها بأن تكون مكان آمنا لحماية مدخلات الأفراد والشركات، وزيادة إتساع وعمق سوق الأوراق المالية، وما توفره من ميزة إختيار لنوع الورقة المالية المراد الإستثمار فيها، تقليدية من أسهم وسندات، أو حديثة من الأنواع المختلفة للمشتقات أو الأوراق المضمونة بأصول، كان التطور المالي سببا في ظهورها.

ويهدف هذا الفصل إلى معرفة الجوانب النظرية المتعلقة بطبيعة أسواق الأوراق المالية، حيث قمنا بتقسيمه إلى المباحث الآتية:

- **المبحث الأول:** ماهية الأسواق المالية و سوق الأوراق المالية.
- **المبحث الثاني:** الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- **المبحث الثالث:** فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية وأهميتها الاقتصادية.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية و سوق الأوراق المالية

يطلق في بعض الأحيان على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة، كما يطلق عليها أيضاً بالسوق المالية إذا سميت بدون تحديد، و في هذه الحالة تكون السوق المالية بصفة مفهومها الضيق و تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين رئيسيين هما السوق الأولية و السوق الثانوية، بحيث لا تقل درجة أهمية الأولى عن الثانية، فضلاً عن هذه الأهمية فإن كلاهما يقومان بوظائف اقتصادية ترمي إلى حشد المدخرات، ثم ضخها في التمويل طويلاً الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى.

و سنتطرق في هذا المبحث إلى السوق المالية بصورة عامة، و سوق الأوراق المالية و وظائفها بصورة خاصة، وذلك في المطالب التالية:

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية خصائصها وأنواعها

يتناول هذا المطلب مفهوم السوق المالية و خصائصها، بالإضافة إلى أهم أنواعها.

#### الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية

يرجع تطور الأسواق المالية إلى تطور أسواق السلع والخدمات، وإن لم تكن تعرف بهذا الاسم، حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعه و تحديد أسعارها وأسعارها الآجلة، فمنذ حوالي ( 4000 ) عام قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصيرة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة وأعمال الصيرة بعد أن تطورت التجارة و ظهرت أشكال من التعامل المالي والنقدية ومن أهمها بيوت المال و عمليات الإقراض والتمويل وتسوية المدفووعات وغيرها من أعمال الصيرة.

ومع نمو التجارة وتطورها عرف الرومان الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، بالتحديد عام ( 527 ) وأطلقوا عليه ( Cllegia-Mercatoum ) إذ شهدت هذه الأسواق بعض الأنشطة المشابهة لأنشطة الأسواق المالية المعاصرة، فهي تشبه إلى حد كبير بعض بورصات التجارة في عصرنا الحاضر.

إن فكرة إنشاء الأسواق المالية تستند إلى نظرية آدم سميث في العمل و تعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج، الأمر الذي يترتب عليه علاقة وثيقة بين حجم السوق و حجم الإنتاج، إنعكسـت هذه العلاقة بالمحصلة النهائية على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية مما ترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص أطلق عليه سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعمي، السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص: 115-116.

وقد مررت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بخمس مراحل إرتبطة بالتطور المالي والإقتصادي للدول :

**المرحلة الأولى :** تميزت بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة، وقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة.

**المرحلة الثانية :** تميزت ببداية ظهور المصرف المركزي الذي يسيطر على المصارف التجارية.

**المرحلة الثالثة :** وفيها ظهرت المصارف المتخصصة في الإقراض متوسط وطويل الأجل، (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية) التي أصدرت سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد حاجتها من الأموال لتمويل المشروعات المختلفة.

**المرحلة الرابعة :** وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية والإهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات سندات الخزانة لفترات متوسطة وطويلة، و زاد نشاط الأوراق التجارية، وشهادة الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية لإندماج السوق النقدي في السوق المالي وببداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق ( أي البورصات ) ، بالإضافة إلى وجود سوق نقدية متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.

**المرحلة الخامسة :** وهي مرحلة إندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، حيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود والطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في تطور النظام المصرفي داخل الدولة.

### الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية

سوف نقوم بتجزئة مصطلح السوق المالي، نعرف السوق أولا ثم مصطلح المال وبعدها ننطرقالى تعريف الأسواق المالية:

**1- تعريف السوق :** السوق هو: مجموع البائعين و المشترين لسلعة معينة، أو لعناصر الإنتاج، في فترة زمنية معينة، ومنطقة معينة، وعلى إتصال وثيق بينهم.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> ذكرياء سلامة عيسى شطناوي، الا تأثير الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، دار النافس للنشر، الأردن، غمان، 2009، ص 25 - 26.

## الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

- **تعريف المال :** المال هو كل ما يملك و ينتفع به، وتحوي كلمة مال مفهوم الملكية، كما تعني الكلمة ميل الطبع إلى ما ينتفع به.<sup>1</sup>

- **الأسواق المالية :** يعرف سوق المال على أنه ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأدوات المالية ومشتري تلك الأدوات وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي تم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه.<sup>2</sup>

وتعتبر الأسواق المالية بأنها الأماكن التي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخلة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوافر لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفوائض، ويتم ذلك بطرق عديدة تتلاءم مع معتقدات الأفراد وفي إطار السياسة العامة للدولة وما تستهدف تحقيقه من المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل الدخل القومي ومستوى الأسعار.<sup>3</sup>

كما عرّف بعض الاقتصاديين السوق المالية، بكونها تلك السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية من أسهم وسندات وهذا المفهوم الضيق للسوق المالية، والبعض الآخر عرفها بأنها أوسع من ذلك بإضافة المؤسسات والوسطاء الماليين الذين يتعاملون في الاقتراض الطويل الأجل.<sup>4</sup>

### الفرع الثالث: خصائص الأسواق المالية

من أهم الخصائص التي تميز السوق المالية ذكر:<sup>5</sup>

- أنها تشمل عدة أسواق ولا تقتصر على سوق واحد ويعد سوق رأس المال الثانوي ( البورصة ) أهم هذه الأسواق حيث أنها تعمل على إستثمار أموال الأفراد والبنوك وشركات التأمين وصناديق الإدخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال.

- أنها تجمع بين البائعين والمشترين الذين يسيرون في تعاملهم وفق لقواعد العرض والطلب.

<sup>1</sup> محمود محمد حمودة، الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2009، ص: 13.

<sup>2</sup> وليد صافي أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012، ص: 16.

<sup>3</sup> عصام فهد العربيد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2002، ص: 9.

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 11.

<sup>5</sup> فيصل محمود الشواوره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعملية، دار الواثق، الأردن، 2008، ص: 48.

- 3- الأسواق المالية تعامل في الأدوات المالية وفي مقدمتها الأسهم والسنداط بيعاً وشراءً.
- 4- تهدف الأسواق في أحد جوانبها إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.
- 5- إن الأسواق المالية هي الوسيلة التي تستطيع عن طريقها الدولة والأجهزة الحكومية المختلفة من سد حاجاتها المالية الازمة والقيام بأعبائها المتزايدة لتمويل أهداف التنمية من خلال إصداراتها المختلفة وطرحها للإكتتاب العام.
- 6- تعتبر السوق المالي خطوة لتطوير الجهاز المالي في البلاد لأنها يساهم باستغلال أفضل للموارد المالية المتاحة من خلال تجميع المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو المشاريع الأكثر إنتاجية.
- 7- تعتبر الأسواق المالية الآية التي يتم من خلالها تحويل الفوائض المالية المتراكمة إلى استخدامات إنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الحقول الإنتاجية وبالتالي زيادة فرص العمالة في الدخل القومي، ومن ثم إلى مستوى الرفاه الاقتصادي.

ومن أهم سمات السوق المالي أيضاً:

- مناخ استثماري مستقر وتوزيع عادل للثروات.
- أدوات تقليدية ومستحدثة لذوي الدخول المحدودة والمتحدة.
- كفاءات وخبرات استشارية لتقديم النصح للمستثمرين.
- الانفتاح على الأسواق الخارجية و استخدام تكنولوجيا المعلومات.
- وجود اللوائح والتنظيمات للرقابة على الأسواق بأنواعها ويتحدد سعر الورقة على التفاوض، ويتعامل مع الورقة الغير مسجلة في السوق المنظمة وأهم سمات السوق الغير منظمة عدم وجود آليات لضبط حركة الأسعار.

وتحقق أسواق المال مزايا عده من أهمها:

- تسهيل عمليات الاستثمار.
- المحافظة على استقرار أسعار الأوراق المالية.
- قياس أكثر من قيمة حقيقة ذات إستقرار للورقة المالية الواحدة.
- المساعدة في إستيعاب الأوراق المالية الجديدة ذات التسويق البطيء.

**الفرع الرابع: تقسيمات الأسواق المالية**

يمكن أن نميز داخل أي اقتصاد بين مختلف الأنواع من المعاملات المالية، منها ما هو قصير الأجل والآخر طويل الأجل، ويمكن تصنيف الأسواق المالية، من حيث أنواع الأدوات الاستثمارية وخصائصها وسياساتها، إلى نوع العملة المستعملة في التداولات، ومن أهمها: أسواق رأس المال والأسواق النقدية.<sup>1</sup> وفيما يلي تعريف لكل نوع من هذه الأسواق.

**1 - أسواق رأس المال**

إن أسواق رأس المال تمثل محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية، حيث تحول السيولة النقدية إلى أدوات مالية والعكس صحيح، وتستمر لفترات طويلة نسبياً وتحمل عوائد مستقرة ومنتظمة غالباً.

وجاء في بعض التعريفات لسوق رأس المال، على أنها الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين للمال طويل الأجل، والطلابين أو المقترضين الذين في حاجة إلى أموال لفترة طويلة نسبياً، بالإضافة لوجود عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين من بنوك الاستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاش والإدخار، التي تعمل بالأساس على إقراض الغير بنفسها.<sup>2</sup>

وسميت بسوق رأس المال، لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات، لتكوين رأس المال في مشروعاتهم الإنتاجية.

في حين تناول بعض الكتاب تعريف سوق رأس المال بمزيد من الإفصاح والتوضيح حيث قالوا أن أسواق رأس المال هي الأسواق التي تتعامل في أدوات الدين طويلة الأجل وكذا الأسهم، والغرض الأساسي منها تحويل المدخرات إلى استثمارات، لذلك فإن الأوراق المالية المتعامل عليها في هذه الأسواق، هي تلك التي تستحق بعد مدة تزيد عن عام، أو تلك التي ليس لها تاريخ إستحقاق كما هو الحال بالنسبة للأوراق، وتضم هذه السوق الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل والتي يمكن تسويتها بسهولة، وكذا سندات الشركات وأسهمها، وسندات البلدية التي تصدرها الدولة أو الحكومات المحلية فضلاً عن سندات الخزانة وسندات الرهن العقاري، وصكوك الاستثمار الإسلامية بأنواعها.

ومجمل القول، أن سوق رأس المال تؤدي دور بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية، فهي تعكس مستوى الركود أو الإنعاش أو التقدم والرخاء أو التخلف.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، *الاستثمارات والأسواق المالية*، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2003، ص: 68.

<sup>2</sup> عاطف وليم أندراؤس، *أسواق الأوراق المالية*، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 17.

## - 2 سوق النقد

**1-2 تعريف سوق النقد:** وهي الشق الآخر لسوق المال، ويتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي لا يتعدى فترات استثمارها سنة واحدة غالباً، وتحتسب بسرعة وسهولة تحولها إلى سيولة فورية. حيث تيسّر عقد الصفقات بين الوحدات ذات الفائض والوحدات ذات العجز المؤقت، من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل، ومن أهم المؤسسات التي تنشط في هذه السوق، نجد السماسرة والبنوك التجارية والجهات الحكومية ممثلة في البنك المركزي وبنوك الاستثمار وشركات التأمين. فقد جاء في تعريف سوق النقد، بأنها "تلك السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية قصيرة الأجل، والسلعة التي يتم تداول عليها هي الإنتمان (Credit) وأما المشترون فهم وسطاء الأوراق التجارية (Brokers Bill)، وبيوت القبول والخصم، أما البائعون فهم البنوك عادة".

وتحتسب أدوات الأسواق النقدية في قدرتها على تجميع المدخرات السائلة وفي خلق الإستثمارات قصيرة الأجل، حيث تعتبر أكبر أمناً من سوق رأس المال لإمكانية توقع نسبة المخاطرة، وتعد البنوك التجارية أكثر نشاطاً في هذه السوق، إذ تتوسط فيها رغبة في تحقيق عوائد مجزية نسبياً بإقراض أموالها الفائضة أو تسهم في تعديل مركز سيولتها من خلال الإقراض.

كما تستخدمها السلطات الحكومية ممثلة في البنك المركزي، لتطبيق سياسة نقدية انكمashية كانت أم توسيعية، بشراء أو بيع للأدوات المالية المتداولة أو الأوراق المصدرة من طرفها، للحفاظ على التوازنات الاقتصادية لهذه الحكومات.

## - 3 مكونات السوق النقدية

وينقسم سوق النقد إلى فرعين، على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منها وهما:<sup>1</sup>

**1-3 سوق الخصم أو السوق ما بين البنوك:** ويعد السوق الذي يتم فيه خصم الأدوات المالية قصيرة الأجل، ومن أمثلتها: الكمبيالات والسنادات الأذونية القبولات المصرفية، أدون الخزانة، ويترأس البنك المركزي جلسات هذه السوق ويعد كأحد الفاعلين فيه، بالإضافة إلى البنوك التجارية التي تعرض أو راقها لإعادة الخصم لدى البنك المركزي.

**2-3 سوق القروض قصيرة الأجل:** وتشتمل هذه السوق على العروض والطلبات على جميع القروض قصيرة الأجل، التي تتراوح فترة استحقاقها بين أربعة وعشرين ساعة لتصل حتى سنة كاملة، ويتعامل فيها

<sup>1</sup> عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص: 23.

بشكل أساسي كل من أصحاب الشركات أم أفراد من ناحية، والبنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.

### المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية خصائصه ووظائفه

تعتبر سوق الأوراق المالية قديمة العهد، حيث ظهرت منذ القدم ومرت بالعديد من مراحل التطور على مر السنوات من خلال مواكبة التطورات الإقتصادية والإبتكارات الحديثة التي عرفها العالم.

#### الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية

يمثل مصطلح سوق الأوراق المالية المصطلح المعرب لكلمة بورصة التي هي من أصل لاتيني ولاحقاً فرنسي، وتعني الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها، والكلمة تشير أيضاً إلى المكان الذي كان يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في قصر المصرفي (فان دي بورس) في نصف القرن السادس عشر. ويرجع بعض الكتاب كلمة بورصة إلى معندين:

**الأول:** هو اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان إسمه (فان دي بورس)، ولذلك أطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتم فيه عمليات البيع والشراء.

**الثاني:** فندق في مدينة بروج، كانت تزين واجهته بشعار عملة عليه ثلات أكياس، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال.<sup>1</sup>

وقد أقيمت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 على جسر عرف باسم جسر الصرافة (Pont au change)، أما أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم فهو بناء مدينة إنفرس بلجيكا عام 1460، على أن وجود البورصات كأسواق يجتمع بها التجار للبيع والشراء كان سالفاً لهذا التاريخ فالروماني أنشأوا لجتماع التجار ما يسمى كوليجيوم ميركاتوروم (Collegium Mercatorum) وفي جميع المجتمعات اللاحقة وجدت الأسواق التي تجمع بين المتعاملين من الباعة والمشترين وكانت هذه الأسواق إما خاصة بنوع معين من البضائع والسلع أو بأنواع مختلفة من السلع والبضائع كالأسواق الموسمية.<sup>2</sup>

وتستند فكرة سوق الأوراق المالية على نظرية آدم سميث، التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يتربّط على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية. وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية، وما يتربّط على ذلك من إيجاد سوق

<sup>1</sup> عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص: 161.

<sup>2</sup> عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الإستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010، ص: 6.

متخصص للأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأدوات التي يتم التعامل بها في تلك السوق.<sup>1</sup>

لم تنشأ بورصات الأوراق المالية بهياكلها ونظمها وإدارتها بصورة فجائية بل هناك مراحل لنشوء هذه الأسواق يمكن تقسيمها نظرياً إلى أربعة مراحل:

**1 - مرحلة إنشاء بورصات البضائع:** إن التطور والإنتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما أرفق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن أدى إلى إزدحام السكان فيها وبذلك أصبح تموين هذه المدن تميناً منظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فاقتضى هذا وجود سوق عالمي للإتجار بالمحاصيل الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين، ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الإتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت بورصات في أماكن متعددة للإتجار في هذه المحاصيل سميت بورصة البضائع.<sup>2</sup> وكانت أسواق البضائع مؤقتة ولكنها تطورت إلى أن أصبحت دائمة الإنعقاد في القرن السادس عشر وعرفت هذه الأسواق منذ ذلك التاريخ بالبورصات.<sup>3</sup>

**2 - مرحلة التعامل بالأوراق المالية:** بدأت فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسوبرات الأدنية حيث أوجد الملك فيليب الأشرف مهنة سمسرة الصرف من أجل هذا التداول، وفي إنجلترا سنة 1688م، كان التعامل يتم في سندات الإئتمان وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599م. مع ذلك وحتى النصف الثاني من القرن السابع عشر لم تكن الأسواق تعمل كبورصات منتظمة وذلك على الرغم من ظهور بعض الشركات المساهمة قبل هذا الوقت فكانت أول شركة مساهمة أنشئت في العالم هي شركة روسيا (Russia Company) في عام 1553.

**3 - مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:** ذكرنا أن التعامل في الأوراق المالية كان يجري في بورصة البضائع، بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريباً من بورصة البضائع، والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة.

**4 - مرحلة إستقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها:** صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بأعبائها المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى أملى ذلك ضرورة قيام أسواق

<sup>1</sup> عبد القادر السيد متولي مرجع سابق، ص ص: 162-161.

<sup>2</sup> علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي، الأردن، عمان، 2012، ص ص: 19-20.

<sup>3</sup> عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحليبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص: 39.

الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، ومن الورصات المشهورة في العالم، والتي إستقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر، بورصة لندن ونيويورك وطوكيو.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية

توجد العديد من التعريفات لسوق الأوراق المالية نستعرض بعضها فيما يلي:

لقد عرفها القاموس الاقتصادي والتجاري بأنها: "سوق منظمة تنظيمًا دقيقاً لتداول الأسهم والسنادات" أو هي: "سوق منظمة تتعدد في مكان معين، في أوقات دورية بين المتعاملين بيعاً وشراء بمختلف الأوراق المالية" أو هي: "سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسنادات الشركات وكذا السنادات الحكومية القابلة للتداول في البورصة، ويلتزم المتعاملون في البورصة بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة البورصة هيئة تتولى الإشراف على هذه القوانين، وهناك تعريف آخر للبورصة وهو: أنها سوق منظمة، تقام في أماكن معينة، وفي أوقات محددة، يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعاً وشراء بمختلف الأوراق المالية، وبالسلع التي تتعين مقاديرها بالكيل والوزن أو العد، وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلع".<sup>2</sup>

وتعرف أيضاً على أنها "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين أو المشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد معين من الأسهم أو السنادات داخل السوق إما عن طريق السمسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال".<sup>3</sup>

كما تعرف كذلك بأنها: "الإجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات شراء البضائع والأوراق المالية وبيعها وقد يطلق هذا اللفظ على مكان الإجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد".<sup>4</sup>

وتعرف أيضاً على أنها: "السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسنادات، والأوراق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق الغير منظم فيكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون بعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية بمنشآت وهيئات من دول أجنبية".<sup>5</sup>

<sup>1</sup> علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص ص: 21-20.

<sup>2</sup> ذكرى سلامه عيسى شطناوى، مرجع سابق، ص: 28.

<sup>3</sup> عصام حسين، *أسواق الأوراق المالية البورصة*، دار أسامه، الأردن، عمان، 2008، ص: 17.

<sup>4</sup> وليد صافي وأنس البكري، مرجع سابق، ص: 226.

<sup>5</sup> ضياء مجید، *البورصات أسواق المال وأدواتها (الأسهم والسنادات)* ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 5.

نستنتج من هذه التعريف أن أسواق الأوراق المالية عبارة عن سوق مالي منظم يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، حيث يقوم بعمليات التداول، منظومة من المختصين في هذا النوع من المعاملات وفق لقانون العرض والطلب.

### الفرع الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية

حتى تقوم سوق الأوراق المالية بمهامها بشكل فعال يجب أن تمتاز بمجموعة من الخصائص وهي:

- 1- توزيع الإدخارات والفوائض النقدية ( كفاءة تخصيص الموارد ) بين الفرص الاستثمارية والأنشطة الاقتصادية المتاحة بكفاءة تخصيصية عالية، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ضمان النمو المتوازن بين كافة القطاعات الاقتصادية العاملة في المجتمع وبالتالي الإستحواز على رضا كل من المدخر والمستثمر في وقت واحد، وفي المحصلة الوصول إلى الأسعار التوازنية.<sup>1</sup>
- 2- تساعد المستثمر على سرعة إتمام عمليات البيع والشراء للstocks علاوة على أنها تساهم في معرفة الأسعار أولا بأول لـإتخاذ القرار الاستثماري المناسب بشأن التعاملات ولا سيما أن المعلومات تطرح في البورصة لدى الكافة.<sup>2</sup>
- 3- تشغيل عمليات البيع والشراء بأقل قدر ممكن من تكاليف الوساطة وتکاليف تحويل ونقل الملكية كفاءة التشغيل ( ، بما يضمن الإنقال السريع للأموال بين المدخرين والمستثمرين أو العكس ، ومن ثم زيادة معدل الدوران وضمان عائد مجيء لكل من البائع والمشتري دون مبالغة وبالتالي تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد.
- 4- إمكانية تحويل واسترجاع الأموال والموارد ( كفاءة السيولة ) من وإلى النقدية في أي وقت يريد المستثمر بأكبر قدر من العوائد وبأقل قدر من الخسائر وبالتالي تكون الأسعار حقيقة ومعبرة إلى حد ما عن المعلومات المتاحة.
- 5- توفير المعلومات التاريخية والاستجابة السريعة لأية أحداث جديدة ( كفاءة السوق ) خاصة فيما يتعلق منها بأسعار البيع، وحجم وحركة التداول، وبالتالي ضمان ألا يستطيع أي شخص أن يحقق أرباحا غير عادلة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواوره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار الأول، عمان، الأردن، 2008، ص: 48.

<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، منشورات الطبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص ص: 34-35.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواوره، مرجع سابق، ص: 48.

**الفرع الرابع: وظائف سوق الأوراق المالية**

يمكن بيان وظائف سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

- 1- تسهل أسواق الأوراق المالية (البورصات) عملية الاستثمار الخاصة بالأجال القصيرة، فكثيراً ما تكون بعض الأموال قد فاضت في فترة من الزمن عن حاجات بعض الشركات والأفراد، لهذا قد يلجأ البعض إلى استثمار فائض نقودهم في أوراق مالية عن طريق البورصة.<sup>1</sup>
- 2- تشجيع الإدخار وذلك بفتح مجالات واسعة أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة وتوجيه الإدخار نحو الاستثمار الأكثر كفاءة وإنتاجية الأمر الذي يولد عائدًا ملائماً للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القوي، كما توفر المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حيث اختيار الوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر من استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة.<sup>2</sup>
- 3- تسمح دراسة موجات أسعار البورصة في تعين الفعاليات الاقتصادية المثمرة وذلك عن طريق الإطلاع على تقلبات الأسعار وبموجاتها التي لها أهمية كبيرة في إكتشاف الشركة أو المؤسسة التجارية والصناعة التي لها أمل النجاح في المشروعات المتمرة، إذ أن مجرد بيع وشراء الأوراق التجارية في قاعة البورصة يلقي ضوء على ما وصلت إليه القيم النسبية لأوراق الشركات المختلفة، وكلما كثر عدد عمليات البورصة واتسع نطاقها استطاعت أن تكون مقياساً دقيقاً لقيم الإستثمارات التي تعكس آراء المتعاملين عن مركز الأوراق المالية التي يقومون بتداولها بيعاً وشراء.<sup>3</sup>
- 4- توزيع رأس المال على مختلف أنواع الصناعات والبورصة وإن كانت قائمة على فكرة النفع الخاص الفردي فهي تؤدي دوراً هاماً كجهاز توزيع الإدخار على مختلف الفعاليات الاقتصادية، ويتم هذا التوزيع عن طريق بيع وشراء الأسهم والسنادات في سوق البورصة المنظمة، ولعل ما يحدث من تقلب الأسعار يعتبر من أهم الأضواء التي تعكس حالات المشروع من حيث سيره في طريق التقدم والازدهار أو إنحرافه نحو الإنهايار والفشل.
- 5- تؤمن البورصة صور المنافسة الضروري لتأمين حرية المبادرات التجارية، وفي حالة الإنبعاث الاقتصادي يلاحظ كثرة التعامل فيها ويدفع الأمل بربح أوفر للمتعاملين في سوق الأوراق المالية البورصة إلى استباق الحوادث وبالتالي إلى دفع عجلة الاقتصاد إلى الأمام وفي حالة الركود الاقتصادي يلاحظ كساد الأوراق المالية.

<sup>1</sup> عبد القادر الحمزة، مرجع سابق، ص: 9.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 163.

<sup>3</sup> عبد القادر الحمزة، مرجع سابق، ص: 10.

## الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

6- ولابد من التنويه إلى الدور الهام الذي تقوم به بورصة البصائر في السوق الأصلية في حماية المبادلات التجارية من التقلبات الفجائية للأسعار وفي توثيق علاقته المنتج بالتاجر وتأمين أسباب التموين للمصانع والعمل على إستقرار الأسعار.

7- تشكل البورصات حلقة وصل بين جميع الفعاليات الاقتصادية، فسوق الأوراق المالية والمصارف التجارية ومصارف الإدخار والمضاربين والمستثمرين عبارة عن حلقة من حلقات سلسلة مرتبطة أجزاؤها بعض تتوقف قوتها الكلية على قوة كل حلقة منها، فإذا فرضنا أننا في نظام اقتصادي لأسوق الأوراق المالية فيه فلن تستطيع الشركات والمؤسسات التجارية والصناعية أن تجد ما تحتاجه من قروض في بعض الأحيان كما أنها لن تستطيع أن تضع في التداول الأسهم والسنادات الأصلية بتجميع مدخلات الأفراد، كما أن المصارف والمستثمرين لن يستطيعوا أن يقفوا على حالة الشركات أو قياس أدائها بينما هم يستطيعون قياس ذلك، كما لجأوا إلى دراسة أسعار الأسهم والسنادات ومراقبة تطورها في سوق البورصة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية والمعاملون فيه

سننناول في هذا المطلب أهم تقسيمات سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى المعاملين فيه.

#### الفرع الأول: تقسيمات سوق الأوراق المالية

تقسم سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع وفقاً لعدة معايير وأسس منها الأسواق الفورية والأسواق لآجلة.<sup>2</sup>

1- **الأسواق الفورية أو الحاضرة :** الهدف الأساسي من العمليات العاجلة، هو "توظيف الأموال لتحقيق عائد دوري من الأوراق المشترية، أو تحقيق عائد رأس مالي متمثل في الفرق بين سعرى الشراء والبيع، أو تدنية خسارة رأس مالي متوقعة في حالة البيع.<sup>3</sup> وتقسم وفقاً لطبيعة عملها إلى سوق أولي وسوق ثانوي

#### **1-1: السوق الأولي أو سوق إصدار الأوراق المالية:**

**1-1-1 مفهوم السوق الأولي :** السوق الأولية هي " تلك السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية أو المكتتب الأول فيها، فيختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس المال. إذ توفر هيئة الأوراق

<sup>1</sup> نفس المرجع سابق، ص:10-11.

<sup>2</sup> زكريا سلامه عيسى شطناوى، مرجع سابق، ص:40.

<sup>3</sup> عاطف وليم اندراؤس، مرجع سابق، ص:18 .

المالية جميع الظروف للاكتتاب في الأوراق المالية الجديدة بموجب قوانين وتعليمات وإرشادات تشرع لهذا الغرض. وبمعنى آخر، فهي السوق التي تنشأ بين المقرض والمقرض في وجود مبادلة المال السائل بالمال الورقي بين الطرفين، ففي هذه الحالة، السوق الأولية تعد أداة لتجمیع المدخرات الخاصة، وتقدمها للمشروعات الجديدة لم تكن قائمة من قبل.<sup>1</sup>

ويمكن للحكومات أن تطرح السندات وأذونات الخزينة لتمويل العجز في ميزانيتها، بينما الشركات والمؤسسات المالية تصدر الأسهم والسندات للحصول على احتياجاتها التمويلية، لتنفيذ خططها الاستثمارية، وذلك من خلال الاكتتاب في سوق الإصدارات الجديدة بأسلوب البيع الغير مباشر والمبادر:

**أ. أسلوب البيع الغير مباشر:** وهو الإكتتاب العام المفتوح للجميع في إصدارات الشركات للأوراق المالية الجديدة التي تطرح لأول مرة، وتعرف هذه الطريقة بأسلوب البيع الغير المباشر.

**ب. أسلوب البيع المباشر:** وهو أن تقوم الشركة المصدرة للأوراق المالية ببيع الأوراق المالية بنفسها، عن طريق الاتصال المباشر بكتاب المستثمرين المحتملين، من أفراد أغنياء أو مؤسسات مالية كبيرة في السوق دون تدخل الوسطاء وما يتبعه من مصاريف وأتعاب إضافية على الشركة، وتوفير الوقت والجهد، إلا أنه يترتب عليها عادة سلبيات كفرض شروط قاسية من قبل المقرضين، بالإضافة إلى عدم توفر الخبرة التسويقية الكافية، من طرف البائعين.<sup>2</sup>

فالسوق الأولية، هو الفضاء الذي تجمع من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، ولذا تعد بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، وسوق الاستثمار المالي للأطراف المشترية للأوراق المالية.

**1-2: السوق الثانوي أو سوق تداول الأوراق المالية:** ترتبط تعاملات السوق الأولية بنشاط وحجم السوق الثانوية، فسوق التداول يتم فيه إدارة وتدوير الأوراق المالية ونقل ملكيتها وحيازتها بين المتعاملين فيها، وكلما كانت حركية السوق الثانوية نشطة كلما كانت حيوية الاقتصاد منتعشة ومرنة، فالتعامل الحقيقي والرئيسي يرتبط ارتباطاً قوياً بالسوق الثانوية، مما ينعكس بالأثر الإيجابي على سوق الإصدار بزيادة نشاط هذا الأخير.

**1-1-2 مفهوم السوق الثانوي:** وهو "ذلك المكان الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي يتم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة، وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري، وتتحدد فيها

<sup>1</sup> عبد العفار حنفي ورسمية فرياقص، مرجع سابق، ص: 49.

<sup>2</sup> عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص: 131.

الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب<sup>1</sup>، وهنا يتجلّى دور الوسطاء والسماسرة بتحقيق عملية صناعة السوق من خلال تنفيذ الأوامر المتداولة من الزبائن.

فالسوق الثانوية يتم التعامل فيها بالأوراق القديمة المصدرة سابقاً، وذلك بتوفير المكان والقوانين الازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية، فهو يقوم بتحويل الأوراق المالية إلى أموال جاهزة أي القيام بوظيفة تسهيل هذه الأوراق، وهي إحدى الوظائف الهامة التي تقوم بها الأسواق الأوراق المالية بالنسبة للبائع، بتجنب الاحتفاظ بها حتى ميعاد استحقاقها، وتقوم بتخزين لقوعة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية بالنسبة للمشتري.<sup>2</sup>

## 2-1-2 خصائص السوق الثانوي :

من خصائص هذه السوق:

- يستطيع المقرض أو المساهم، من بيع الورقة المالية متى أراد أو جزءاً منها إلى مستثمر آخر ، كما أنها لا تمثل إستثماراً حقيقياً، وإنما نقلأً للملكية من مستثمر إلى آخر دون أن تستفيد الشركة المصدرة للورقة.
- السوق الثانوية سوق للمتاجرة والمضاربة إذ يمكن لبعض المتعاملين أن يشتروا الأوراق المالية لا بغرض الاحتفاظ بها ولكن بغرض إعادة بيعها عند ارتفاع سعرها والاستفادة من الهامش المحقق بين سعر البيع وسعر الشراء.
- سهولة تداول الأوراق المالية بصفة مستمرة ودائمة ومتكررة، حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية في أي وقت، عن طريق القيد في سجلات الشركة المقيدة إذا كان الاسم مكتوب على الورقة (اسمية) أو بالتسليم إذا كانت الورقة لحاملاها.<sup>3</sup>

وتقسم السوق الثانوية طبقاً لصيغة تنظيمها وطبيعة المتعاملين فيها، وفيما يلي شرحًا مفصلاً لهذه الأسواق:

**أ. السوق المنظمة:** وتدعى بورصة الأوراق المالية، وتتميز بكونها موقعاً جغرافياً محدوداً لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعاً وشراءً، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكليف وتوقيتات محددة بالقانون، محاطة بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر، وتتصف هذه الأسواق بالآتي:

- وجود مكان محدد ومعلوم للتعامل بالأوراق المالية.
- وجود إجراءات محكمة للتداول بالأوراق المالية.

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 55.

<sup>2</sup> زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سابق، ص: 15.

<sup>3</sup> عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص: 137.

- يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقاً لقواعد و إرشادات معينة.

وتتقسم بدورها أسواق الأوراق المالية المنظمة إلى قسمين:

- **أسواق مركزية** : وهي تلك الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية المقيدة عند لجنة الأوراق المالية والبورصة، بغض النظر عن المقر الإجتماعي للشركة المصدرة لتلك الورقة المالية، وعادة تضم الشركات الكبيرة المعروفة، ومن أمثلة هذه الأسواق نجد بورصة نيويورك، لندن، طوكيو.

- **أسواق محلية** : وتدعى أيضاً بالبورصات الإقليمية الخاصة بمناطق محددة، وتركز تداولاتها على الأوراق المالية المتعلقة بالشركات المحلية لهذه المناطق، وتشكل نسبة ضئيلة من إجمالي التعاملات على الأوراق المالية، وتضم الشركات الصغيرة التي تنشط في هذه المناطق.<sup>1</sup>

**ب. الأسواق الغير منظمة** : وهي "الأسواق التي لا تحوز على موقع جغرافي محدد، فلا ترتبط بمكان ولا بزمان معين، وليس لها هيكل تنظيمي ومؤسس محدد، وتعتمد على شبكة اتصالات متطرفة، تربط بين الوسطاء المنتشرين قصد تنفيذ أوامر البيع والشراء على الأوراق المالية الغير مدرجة في السوق المنظمة"، كما أن العمولات لا تتحسب وفق نسب محددة، بل تحدد وفق فرق أسعار البيع والشراء، ولا يوجد نظام معروف يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة بل يترك رضا للأطراف المتعاملة، وهذا ما يدفع ببعض المستثمرين والشركات بإختلاف أوزانهم وأحجامهم إلى اللجوء إلى هذه الأسواق غير المنظمة قصد تخفيض تكاليف المعاملات إلى أقصى ما يمكن.

ويتفرع عن السوق الغير منظمة، أسواق أخرى منها السوق الثالث والسوق الرابع:

- **السوق الثالث** : يمثل السوق الثالث (The third market) قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وأن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. و هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كانت أو صغرت، وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دوراً منافساً للمختصين أعضاء السوق المنظمة. أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق رعايات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية، إضافة إلى سوق السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق هو من خلال سوق السمسرة الكبيرة التي تتعامل في السوق الثالث.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ذكر يا سلامه عيسى شطناوى، مرجع سابق، ص:45.

<sup>2</sup> متير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012، ص:109 .

- **السوق الرابع :** يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة، تصنف هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السماسار، سمة السوق السرعة في إتمام الصفقة، وبتكلفة أقل لذلك، تعد هذه السوق منافسا قويا للأسواق المنظمة، إذ يمكن التعامل بكلفة الأوراق المالية في السوق.<sup>1</sup>

**2- الأسواق الآجلة:** ويتم من خلال هذه السوق "تنفيذ العمليات الآجلة للأوراق المالية". ويقصد بالعمليات الآجلة تلك العمليات التي يتم الاتفاق عليها في موعد محدد لتسليم الأوراق المالية محل التعامل وسداد القيمة، وفقاً لهذا الاتفاق يقوم البائع والمشتري بتحديد نوع وعدد وسعر الأوراق المالية محل التعامل، على أن يتم التسليم الفعلي للأوراق محل التعامل والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق، وتأسساً على ذلك يعد الزمن عنصر رئيس في إبرام العقد وتنفيذه من عدمه.<sup>2</sup>

وما نصوصات وخصائص الأسواق الآجلة فإننا نوجز الحديث عنها فيما يلي:<sup>3</sup>

**1- أسواق العقود المستقبلية:** وهي أسواق منتظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بعقود ذات شروط وبنود نمطية موحدة، على أن يتم "التعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشترٌ بعرض تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق"، ويتم التعاقد فيها بشرطين، أولهما أن يتم من خلال أحد بيوت التسوية الذي يقوم بدورين في نفس الوقت، بائع بالنسبة للمشتري، ومشترٌ بالنسبة للبائع، ضماناً لتنفيذ الصفقة إذا تعذر على أحد طرفيها الوفاء بالتزاماته تجاه الآخر، والثاني إيداع هامش مبدئي من جانب المستثمر لدى بيت التسوية (السمسار) لضمان تنفيذ المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم.

**2- أسواق عقود الخيارات:** يعرف عقد الخيار بأنه "عقد بين المشتري والبائع الذي يحرر الخيار يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع أو أن يشتري أصلاً معيناً، بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة محددة سلفاً". فمحل عقد الاختيار هو الحق في تنفيذ العقد من عدمه دون التزام مؤكداً، مقابل مبلغ محدد غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض، فمحل التعاقد هنا هو ليس الأوراق المالية، وإنما عقد اختيار الشراء أو البيع، ويهدف هذا النوع من العقود إلى إعطاء المستثمر فرصة تقليل المخاطر التي يمكن أن تحدث عند تغير أسعار الأوراق المالية، التي يمتلكها أو التي يريد شراءها في المستقبل.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامي عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص: 125.

<sup>2</sup> عاطف وليم أندرلوس، مرجع سابق، ص: 18.

<sup>3</sup> ذكرياء سلامه عيسى شطاوي، مرجع سابق، ص: 47-46.

**الفرع الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية**

يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى ثلاثة فئات رئيسية وهي:

**1- فئة المقرضين أو المستثمرين ( أصحاب الفائض المالي )** : وتعتبر هذه الفئة هي مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد والمؤسسات البنوك، شركات الاستثمار، شركات التأمين ( التي تزيد دخولها النقدية عن إحتياجاتها الاستهلاكية ومن ثم فهي ترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي سواء كان ذلك من خلال عمليات إقراض مباشرة أو من خلال شراء الأوراق المالية. وينبغي التوخي إلى أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار، وذلك باعتبار أن فوائض المؤسسات سالفة الذكر ما هي إلا الفوائض المجمعة لمدخرات الأفراد فيها.

وبصفة عامة فإن المستثمرين يختلفون عن بعضهم البعض من حيث الأهداف الإستثمارية التي تدفع كل منهم إلى الاستثمار في الأوراق المالية، إلا أن أهم المستهدفات تكمن في حجم العائد المتوقع ودرجة المخاطر المصاحبة لهذا العائد.<sup>1</sup>

**2- فئة المقترضين أو المصدررين ( أصحاب العجز المالي )** : وتنتمي هذه الفئة للأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن إحتياجاتهم الإستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولكنه يتشرط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة إستثمارية، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الإقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقد مبرم بين المقرض (المؤسسة المالية) والمقترض وهو الفرد وعادة ما يدون في هذا العقد، القيمة الإسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتاريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.<sup>2</sup>

**3- فئة الوسطاء** : تتعدد أشكال وأنواع الوساطة المالية ما بين مصرافية وغير مصرافية وبين ما يأخذ منها شكل الوساطة التعاقدية أو الوساطة الإستثمارية، إلا أن ما يهم في هذه الجزئية هو تناول الوساطة الإستثمارية، وهي التي ليس لها الحق في إصدار أو بيع أي أصول مالية للحصول على إحتياجاتها من الأموال إكتفاء بدورها كحلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وعادة ما يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مختصا له بممارسة هذا الدور بموجب قانون هيئة سوق المال وأنظمته وتعليماته، حيث لا تسمح التعليمات المنظمة لبورصة الأوراق المالية للمستثمر ببيع أو شراء الأوراق المالية بنفسه أو بشكل مباشر، الأمر الذي

<sup>1</sup> محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص:60.

<sup>2</sup> حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، الأردن، 2010، ص: 26.

يستوجب لجئه إلى وسيط معتمد ومصرح له بالتعامل في الأوراق المالية داخل بورصة الأوراق المالية يطلق عليه سمسار البورصة.

ويمكن للوسيط أن يؤدي دوره كسمسار بالإضافة أيضاً إلى دور صانع السوق (Market Maker) وأيضاً دور المتعهد لتغطية إصدار معين (Underwriter) ويتوقف ذلك على الترخيص الممنوح له من هيئة سوق رأس المال (الهيئة المشرفة على إدارة السوق)، ويلاحظ في هذا الصدد أن الإتجاه الحديث هو الجمع في كثير من المؤسسات المالية للوساطة بين مجموعة هذه الأنشطة.<sup>1</sup>

ومن أهم وسطاء سوق الأوراق المالية نجد:

**1-3 السمسار:** هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمساعدة مساعديه، مقابل سمسرة (عمولة) (Brokerage) محددة باللائحة، ويمارس مهنته منفرداً أو كشريك متضامن في شركة سمسرة.

**2-3 صانع السوق:** يمكن لل وسيط أن يقوم بدور صانع السوق، وذلك بقيامه ببيع وشراء الأوراق المالية بعد الترخيص من لجنة البورصة، حيث يحق له أن يعمل لصالح عملائه أو لصالح نفسه. ولصانع السوق دور مهم في المحافظة على توازن السوق واستقراريته، فهو مشتري عندما يكون السمسار بائعاً، وهو بائع عندما يكون السمسار مشرياً، ويترتب على ذلك تدفق السيولة في السوق، والمحافظة على توازن العرض والطلب.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص ص: 68-69.

<sup>2</sup> شعبان محمد إسلام البروادى، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سوريا، 2002، ص ص: 58-59.

## **المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية**

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسنادات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعية الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية، فهي تعتبر صكًا لإثبات حق في أصل معين وفي التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل أي أنها دين يعين حقوق ومطالب المستثمر.<sup>1</sup>

وفي إطار هذا المبحث سنتطرق للأوراق المالية المتداولة، التقليدية منها والحديثة، وذلك باستعراض للمطالب التالية:

### **المطلب الأول: تعريف الأوراق المالية وخصائصها**

تتعدد الأوراق المالية التي يتم إصدارها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، والتي تتعامل بها مختلف المنشآت والأعمال المختلفة في شتى النشاطات والميادين، وما تتميز به من سمات وخصائص، تسمح بأن توفر للمستثمر فيها نوعاً من الطمأنينة في شرائها أوأماناً في بيعها، وسبعين في هذا المطلب العناصر التالية:

#### **الفرع الأول: تعريف الأوراق المالية**

الأوراق المالية عبارة عن أدوات تمويلية طويلة وقصيرة الأجل، يتم تداولها في إطار منظم يعرف بسوق الأوراق المالية، بمعنى هي، أدوات إستثمار مالي، تعد أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات، تعطي لحامليها أو أصحابها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقاً، كما أنها تعطي الحق لمالكيها في إسترداد القيمة الأصلية في نهاية مدة معينة، أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية للشركة في ظروف معينة، وكذلك الحق في التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت.<sup>2</sup>

وتعرف بأنها: "صكوك أو مستندات تثبت حق أصحابها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربع مثل الأسهم أو حق في دين على الشركة مصدرة الورقة المالية مثل السنادات أو الحق العائد مثل حصص التأسيس أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسنادات".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> حفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 24.

<sup>2</sup> فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص: 75.

<sup>3</sup> البراوي شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص: 29.

ويشترط في الأوراق المالية أن تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وذلك بالنسبة لشركات المساهمة، أما بالنسبة لشركات الأشخاص التجارية والمدنية، فيكون رأس مالها من حصص غير قابلة للتداول وليس أسهماً.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: خصائص الأوراق المالية

تباين الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية، من حيث خصائصها ووظائفها وأهدافها، ويمكن تقسيم الأصول المالية إلى أصول ملموسة وأخرى غير ملموسة، وتعتمد قيمة الأصل الملموس على خصائصه المادية من مباني وآلات، أما الأصول الغير ملموسة فهي تمثل حقوقاً قانونية تعطي لمالكها حيازة منفعة معينة.

كما تتميز الأصول المالية خصائص، قد تضييف أو تحد من جاذبيتها، سواء لمصدرها تكلالأصول أو المستثمرين فيها، ولعل من أهم خصائص الأصول المالية:

**1- قابلية التحول إلى نقود :** حيث تستخدم بعض الأصول المالية كوسيلة للتداول ولتسوية المدفوعات، يجعلها ترقى لمرتبة النقود، وهي تمثل السيولة الحالية أو الفورية، وثمة أنواع أخرى تقل درجة سيولتها وتحولها إلى نقود، بتحمل تكلفة أقل وأدنى خطر ومن أمثلتها الودائع الإيدخارية، وكلما زادت درجة قرب الأصل المالي من النقود كلما زادت رغبة المستثمرين في اقتناءه.<sup>2</sup>

**2- القابلية للتجزئة أو التقسيم حسب فئات الإصدار:** ترتبط خاصية القابلية للتجزئة بالأثر على مستوى تسبيل الأصل المالي أو تحويله إلى نقود، أي إمكانية التدرج في فئات إصدار الأصل المالي إلى وحدات نقدية، فترتيد رغبة المستثمرين في طلب الأصل المالي كلما زادت درجة قابليته للتجزئة.<sup>3</sup>

**3- السيولة ويقصد بالسيولة:** "سهولة تحويل الورقة المالية من أصل مالي غير نقدية إلى نقود جاهزة يمكن التصرف فيها"، بمعنى الشراء أو البيع بسرعة وبسعر قريب من أسعار البيع السابقة للورقة المالية مع فرض عدم ولوج معلومات جديدة إلى السوق، وهذا ما يدفع المستثمرين على احتلافهم باستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية على أن تمكنهم من تصفيية استثماراتهم أو توسيع محفظتهم المالية.<sup>4</sup>

**4- تكلفة إعادة بيع الأصل المالي :** ويقصد بها التكلفة المصاحبة لعملية الاستثمار في الأدوات المالية، ثم إعادة بيعه أو التخلص منه بتحويله إلى نقدية ثانية، وهذه الخاصية تتطلب على تكاليف يتحملها

<sup>1</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة، بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 43.

<sup>2</sup> عاطف وليم أندراس، مرجع سابق، ص: 60.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 355.

<sup>4</sup> ذكرياء سلامة عيسى شطاوي، مرجع سابق، ص: 56.

المتعاملون في أسواق الأوراق المالية، التي تأخذ صورة هامش البيع أو الشراء، إضافة إلى تسليم الأصل المالي والتي تعود إلى صانع السوق في تقديرها، بحسب الخطر المتعلق بالورقة المالية، وهو بدوره يرتبط بعاملين أساسيين هما مدى تغير أو تقلب السعر ويقاس بمدى درجة تشتت العائد على مر الزمن، ودرجة إتساع السوق ويقصد بها درجة تكرار تداول الورقة المالية.

**5 - العائد الدوري :** هو توزيعات الأرباح المدفوعة لحامل السهم أو مدفوعات الكوبون على السندات ممثلة في الفائدة، بينما يعكس العائد الكلي مجموع كل من العائد الدوري والأرباح أو الخسائر الرأسمالية التي قد تتحقق خلال الفترة على الورقة المالية، ويمثل معدل العائد بعد الضريبة أقوى حافز لاقتناء الأصل لأنّه يعكس قيمة الإضافة إلى ثروة المستثمر.<sup>1</sup>

**6 - فترة الاستحقاق :** وهو الوقت المستغرق بين تاريخ اقتناص الورقة المالية وأجل سداد المدفوعات النهائية، أو تاريخ طلب المالك الأصل المالي لتسليمه؛ وتتنوع آجال إستحقاق الأوراق المالية من أربعة وعشرون ساعة إلى عدة عقود إلى ما لا نهاية، وتختلف بنوع الأصل المالي من سندات تستحق في تاريخ معين وأسهم إلى آجال غير محددة، وقد يحدث تسويتها قبل آجالها المحددة.

**7 - الخطر وعدم التأكيد :** تعتبر هذه الخاصية محدد أساسى لقيمة الورقة المالية، فمع افتراض أن المستثمرين كارهين للخطر ، فإن نسبة الخطر المتوقع لأى أصل مالي تتمثل في عدم التأكيد للعواائد النقدية الخاصة به، وثمة فرق بين الخطر وعدم التأكيد يتمثل في مدى معرفة متى تتخذ القرار باحتمالات تحقق العوائد النقدية المستقبلية، فالخطر عندما تتوافر معلومات تاريخية، تساعد متى تتخذ القرار على وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المتوقعة للورقة المالية، وعدم التأكيد يتصرف بال موقف الذي لا تتوافر فيه معلومات تاريخية لمتى تتخذ القرار تساعد على وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية للورقة المالية.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: الأوراق المالية التقليدية

يتداول في سوق الأوراق المالية نوعان من الأوراق المالية، أحدهما يعبر عن ملكية، وهي الأسهم بأنواعها وأخرى يعبر عن مديونية، وهي السندات بأنواعها، ويعتبران من بين الأوراق القديمة حيث يحدد تاريخ ظهورها إلى بداية نشأة الأسواق المالية. وسيتم التطرق لها في الفرعين الآتيين.

<sup>1</sup> عاطف وليم أندرابوس، مرجع سابق، ص: 62، 60.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص: 223-222.

**الفرع الأول: الأسهم**

الأسهم، هي نوع أساسي من أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، يمكن تقسيمها إلى نوعين رئيسيين يتمثلان في الأسهم العادية والأسهم الممتازة كالتالي:

**1- الأسهم العادية :**

1-1 تعريف الأسهم العادية: يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية.<sup>1</sup>

يأخذ السهم ثلاثة قيم :

**1-1-1 القيمة الإسمية :** هي القيمة المثبتة في شهادة السهم، التي ينص عليها عقد تأسيس الشركة، ويجب أن تكون هذه القيمة متساوية للأسهم المصدرة، التي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر بحق الملكية.<sup>2</sup>

**1-1-2 القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم بالدفاتر وتستخرج بالمعادلة التالية :

$$\frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص: 7.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامي عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 37.

وتسخدم هذه المعادلة في حالة عدم وجود أسهم ممتازة، فإذا وجدت الأسهم الممتازة فتسخدم المعادلة التالية:

### حقوق الملكية – حقوق الأسهم الممتازة

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} =$$

$$\frac{\text{عدد الأسهم العادي}}{\text{}}$$

وتشمل حقوق الملكية رأس المال المدفوع، الاحتياطات والأرباح المحجوزة. وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بتقدم ونجاح الشركة لأن احتياطاتها وأرباحها المحجوزة تكون مرتفعة، وتقل القيمة الدفترية كلما إتجه منحنى تقدم الشركة ونموا نحو الانحدار للأسفل، لذلك فإن نجاح الشركة ينعكس بصورة إيجابية على القيمة الدفترية للسهم علما بأن القيمة الدفترية في بداية عمل الشركة تساوي القيمة الإسمية.

**١-٣-١ القيمة السوقية:** وتمثل سعر السهم في السوق المالي حيث يتم تداوله في السوق المالي وبالتالي تحدد قيمته وفقاً للمعطيات التالية:

- القيمة الدفترية.
- ظروف الطلب والعرض بالسوق المالي.
- الظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم والإنكماش.
- توقعات المحللين الماليين لمستقبل أوضاع الشركة.
- المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل.
- توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة.

ولذلك فمن المتوقع أن تتدبّر هذه القيمة صعوداً وهبوطاً بسبب تأثيرها بعوامل كثيرة؛ وفي العالم

<sup>1</sup> تقارب القيمة السوقية للسهم القيمة الدفترية ويحسب معدل العائد الحقيقي للسهم بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد الحقيقى (الفعلي) للسهم} = \frac{\text{القيمة الإسمية}}{\text{القيمة السوقية}} * \text{نسبة التوزيع}$$

**٤-١-٤ القيمة التصفوية:** هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الإلتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة، وعادة فإن تصفية الشركة وإنها نشاطها لا يمثل نتيجة جيدة بالنسبة للمساهمين العاديين حيث لا يحصلون إلا على جزء ضئيل من القيمة الإسمية لأسهمهم وقد لا يحصلون على شيء أبداً، ونصيب المساهم العادي من بيع الشركة (القيمة التصفوية) يسمى بالقيمة الحقيقية للسهم (Real Value) وتستخرج هذه القيمة بالمعادلة التالية:

$$\text{قيمة الموجودات في السوق - الإلتزامات وحقوق الأسمم الممتازة} = \frac{\text{القيمة الحقيقية للسهم}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

<sup>1</sup> حسن علي خريوش وأخرون، **الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات**، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010، ص ص: 56-57.

**١-٥ قيمة السهم حسب العائد:** وتمثل التي يبدي المستثمر إستعداده لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يطمح بالحصول عليه مقابل إستثمار أمواله، ويستخدم بالمعادلة التالية:<sup>١</sup>

القيمة الإسمية للسهم \* نسبة التوزيع

$\text{قيمة السهم حسب العائد} = \frac{\text{القيمة الإسمية للسهم * نسبة التوزيع}}{\text{معدل العائد الذي يطلبه المستثمر}}$

**٢-١ العادية خصائص الأسهم :** إذا أخذنا مميزاتها من حيث الشركة فهي لا تشكل إلتزام مالي على الشركة فإذا ربحت الشركة وزعت أرباحاً وإذا خسرت فلا يشكل السهم العادي عبئاً عليها، ناهيك عن أنه ليس للسهم تاريخ إستحقاق محدد فليس من الضروري تخصيص مبالغ إطفاء لها كما هو الحال في السندات، ولذلك تعتبر الأسهم مصدر ثقة وأمان وليس كالسندات عبء ودين و تستطيع الشركة إصدار أسهم جديدة لتنقية من علاوة الإصدار المتحققة من الفارق بين السعر الإسمي والسعر الجديد إضافة لسهولة بيع وشراء الأسهم وتداولها بكميات وأعداد قليلة.<sup>٢</sup>

بالإضافة إلى ما سبق، تتمتع الأسهم العادية بالخصائص التالية:

- تحقيق أرباح رأسمالية وأرباح جارية.
- سهولة تداولها في السوق الثانوية وتحويلها إلى سيولة.
- إنخفاض تكاليف التداول وسهولة نقل الملكية.
- تتمتع بارتفاع العائد مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.<sup>٣</sup>

<sup>١</sup> حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص: 58.

<sup>٢</sup> ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص: 209.

<sup>٣</sup> دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، 2010، ص: 196.

**1-3 حقوق حاملي الأسهم العادية :** تتمثل حقوق حملة الأسهم العادية في ما يلي:<sup>1</sup>

الحق في الحصول على توزيعات الأرباح بمجرد إعلان إدارة الشركة.

- الحق في فحص دفاتر الشركة للتأكد من سلامتها.
- الحق في الاقتراع على عمليات الإدماج أو الاندماج.
- الحق في الإكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكه حالياً فيها.

**1-4 مزايا وعيوب الأسهم العادية :**

تتمثل مزايا وعيوب الأسهم العادية في الآتي:<sup>2</sup>

**أ- المزايا :**

- إمكانية نقل الملكية إلى شخص آخر.
- الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها في نهاية السنة المالية.
- الإطلاع على دفتر وسجلات الشركة.
- التصويت في الجمعية العمومية بنسبة الأسهم التي يملكونها المساهرون.
- الحصول على حصة من موجودات الشركة في حالة التصفية وعلى قدم المساواة مع المساهمين الآخرين.

**ب- العيوب :**

- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحياناً السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة الشركة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.
- إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين القدماء إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المتحققة سابقاً (الأرباح المحتجزة)، أما المساهم الجديد فيحصل على جزء من أرباح المساهمين القدماء سواء التي تتحقق في السنة الحالية أو المجمعة من الفترات السابقة، ويؤدي عدد زيادة المساهمين إلى تخفيض مبالغ الأرباح المحتجزة التي تساهم في توسيع الاستثمارات.

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص: 59.

<sup>2</sup> مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال، دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، ، جامعة محمد بن خضر - بسكرة، 2014-2015، ص ص: 43-44.

- إن إصدار الأسهم والاكتتاب بها بواسطة المؤسسات المالية يكون لقاء عمولات ومصاريف تتحملها الشركة المصدرة.

## 2- الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة من الأدوات المالية الم heterogeneous التي تجمع بين خصائص الأسهم وخصائص السندات، ولديها خصائص تميزها عن الأسهم العادية.

**1-تعريف الأسهم الممتازة:** هي أوراق مالية هجينة تقع ضمن حقوق الملكية، لها قيمة إسمية وتحصل على نسبة ربح ثابت، وهي تأخذ صفات الأسهم العادية والسندات وعلى هذا الأساس سميت بالهجينة، فثبات الربح هو صفة السندات وحق ملكية هي صفة الأسهم العادية ولا يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح إلا بعد تحقيقها ويتقرر توزيعها.<sup>1</sup>

## 2- أنواع الأسهم الممتازة :

للأسهم الممتازة أنواع متعددة تتمثل في:

**أ. الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:** حيث من حق مالك السهم الممتاز تحويل الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة لأخرى في حالة عجز الشركة عن الدفع أو تحقيق الشركة أرباحا ولم تعلن عن توزيعها بسبب ما.

**ب. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** وهي فرصة تحويل الأسهم إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائداً جيداً مع مراعاة الظروف المحيطة.

**ج. الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** وهي إعطاء الحق لمالك السهم الممتاز بمشاركة المساهمين في الأرباح، حيث يمكن أن يكون هناك حد أقصى للمشاركة في الأرباح أو لا يكون هناك حد مقيد.

**د. الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** وهي إلزامية الشركة لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد وفترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، وذلك لتقليل عدد أصحاب الأسهم الممتازة أحيانا.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 204.

<sup>2</sup> ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص ص: 213-214.

## 2-3 خصائص الأسهم الممتازة :

تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص ذكر منها:

- تصدر الأسهم الممتازة بقيمة إسمية مثبتة بشهادة السهم، وهي قيمة ملزمة، على أساسها يحسب مجموع الأرباح الممتاز، ليس هناك قيمة إسمية محددة، إذ قد يصدر السهم الممتاز بفئات.
- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ إستحقاق معين، إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الإستدعاء.<sup>1</sup>
- إمكانية التحويل إلى أسهم عادية.
- إمكانية الإستدعاء (الرد) بواسطة الشركة عندما ترغب بذلك.<sup>2</sup>

## 2-4 حقوق حاملي الأسهم الممتازة :

تتمثل حقوق حملة الأسهم الممتازة في ما يلي:<sup>3</sup>

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، أي قبل توزيع أي ربح على حملة الأسهم العادية، وهذا من شأنه أن يحقق نوعاً من الضمان لأصحابها في الحصول على الأرباح.
- حق الأولوية عند تصفية الشركة، فستوفي قيمة السهم الممتاز (أو جزء من هذه القيمة) قبل سداد قيمة الأسهم العادية.
- حق الأولوية لحملة الأسهم الممتازة على حملة الأسهم العادية في الحصول على العائد من الأرباح.

## 2-5 مزايا وعيوب الأسهم الممتازة :

تتمثل مزايا الأسهم الممتازة في الآتي:<sup>4</sup>

### أ. المزايا:

- المؤسسة ليست ملزمة بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباحاً.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامي عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 67.

<sup>2</sup> محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص: 114.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص: 30.

<sup>4</sup> بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على إستقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خضراء - بسكرة، الجزائر، 2014-2013، ص: 17.

- التوزيعات محددة بمقدار معين.
- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.
- تضمن لملوكها نصيب من الأرباح عن السنوات السابقة التي لم يعلن عن توزيعها.
- وهي أسهم لها حق الأولوية في الأرباح بنسبة ثابتة، كما تعطي الحق أيضاً أولاً في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.

**ب. العيوب :**

- إرتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأوراق المالية تفوق التمويل بالاقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي.
- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقترضون.

**الفرع الثاني: السندات**

تعتبر السندات من أهم أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية وتتميز بالعديد من الخصائص والمميزات والأنواع كما يمكن أن تتعرض لمجموعة من المخاطر شأنها شأن الأدوات الأخرى.

**1- تعريف السندات**

السند هو شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الإستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبير عن فائدة معينة في فترات محددة. يطرح السند للإكتتاب بقيمة تسمى القيمة الإسمية، ويلتزم مصدر السند بدفعها مع الفائدة نسبة ثابتة لحامله في فتراتها المحددة حتى تاريخ الإستحقاق.<sup>1</sup>

وتتميز السندات بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- تصدر من قبل شركات الأموال.
- إن قرض السندات قرض جماعي، فالشركة عندما تلجأ إلى الإقتراض من الجمهور عن طريق إصدار سندات القرض فتऋطها للإكتتاب العام، ويكون مقدار القرض الكلي هو مجموع القيم الإسمية للسندات التي طرحت للإكتتاب.

<sup>1</sup> حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص: 79.

<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، 125، 122.

- تساوي القيمة الإسمية للسندات وذلك في الإصدار الواحد من حيث الحقوق والإلتزامات وشروط إصدارها.
- قابلية السندات للتداول، شأنها في ذلك شأن الأسهم، وتتوقف طريقة تداولها على شكلها، فإذا كان السند اسماً ف يتم نقل ملكيته بالقيد في سجلات الشركة، والقيد لدى مركز إيداع الأوراق المالية إن كان السند مودعاً ومسجلاً في البورصة؛ أما إذا كان السند لأمر فينتقل بطريق التظهير، أما إذا كان السند لحامله فيجري إنتقاله بالمناولة اليدوية، أي بمجرد التسليم.

## 2- أنواع السندات

تحدد أنواع السندات وفق عدة تقسيمات نبينها فيما يلي:<sup>1</sup>

### 2-1 من حيث جهة الإصدار :

- حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.
- غير حكومية: تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجات التمويلية المختلفة.

### 2-2 من حيث مدة الأجل :

- قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.
- متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً.
- طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبياً.

### 2-3 من حيث الضمان :

- مضمونة: أي مرهونة بأصول معينة كالأراضي والمباني والتجهيزات، فعند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بإلتزامتها تجاه أصحاب السندات فإنهم نظرياً يستطيعون التصرف بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم.
- غير مضمونة: إن الضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواوره، مرجع سابق، ص: 78-77.

2-4 من حيث الشكل :

- باسم مالكيها : لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.
- بإسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الإستلام ولا يذكر فيها إسم المستثمر.

2-5 من حيث الجنسية :

- محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقرضين محليين.
- أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقرضين أجانب ويتم التداول عليها أيضا في الداخل.

2-6 من حيث طبيعة الفائدة :

- فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طولية المدة.
- فائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

2-7 من حيث قابلية التحويل :

- قابلة للتحويل: يعطى لصاحبها الحق بإستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.
- غير قابلة للتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق بإستبدالها بأسهم العادية للشركة المصدرة.

3- مزايا ومخاطر السندات :

تتمتع السندات بالعديد من المميزات من جهة كما تواجهها عدة مخاطر من جهة أخرى.

3-1 مزايا السندات :

تميز السندات بالخصائص التالية:

- ثبات واستمراريته العوائد إذ يحصل حامل السند على العائد المحدد في شروط الإصدار بغض النظر عن رقم الأرباح التي تتحققها الشركة المصدرة.
- إنخفاض درجة المخاطر عند حلول موعد إطفاء السند خاصة بالنسبة للسندات المضمونة بأصول الشركة، إذ يستطيع حامله أن يستوفي قيمة السند من هذا الضمان، كما أن السند يتمتع بحق الأولوية في الحصول على قيمته عند التصفية إذا أشهر إفلاس الشركة المصدرة.

- تتمتع السندات بالميزة الضريبية من خلال إحتساب فوائدها كلفة لأغراض الإحتساب الضريبي أو إعفائه السندات الحكومية من ضريبة الدخل مثلاً، ولذلك نرى أن أكثر المستثمرين المحافظين يميلون إلى الاستثمار في السندات وذلك لأنخفاض درجة المخاطر.<sup>1</sup>

### 3-2 مخاطر السندات :

بالرغم من أن السندات لها ميزة الثبات والإستمرار بالدخل والأمان في إسترداد المبلغ (القيمة الإسمية) إلا أنه هناك مخاطر متعددة يتعرض لها حملة السندات لا سيما ذات الآجال الطويلة منها:

**3-2-1 مخاطر القوة الشرائية:** الناتجة من عوامل التضخم وأثره في القيمة الإسمية للسند، حيث تتخفض في أوقات التضخم الاقتصادي لأقل من قيمتها الحقيقة، كما أن أجل السند يساهم في ارتفاع أو انخفاض هذه المخاطر؛ لكي يتجنب المستثمر نفسه من هذه المخاطر أو الحد منها، يجب أن يأخذ بنظر الاعتبار التضخم المتوقع، للتأكد من مدى تغطية الفائدة لمخاطره.

**3-2-2 مخاطر تبدل أسعار الفائدة:** حيث العلاقة عكسيّة بين القيمة السوقية للسند ومعدلات الفائدة السوقية. إذ تتخفض قيمة السند عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية لا سيما في فترات التضخم، عادة السندات ذات الأجل الطويل أكثر عرضة إلى هذه المخاطر.

**3-2-3 مخاطر الإستدعاء أو الإطفاء:** وهي أكثر الحالات تجسيداً لهذه المخاطر، عندما يكون الإستدعاء أو الإطفاء بالقيمة السوقية وفي أوقات إنخفاض قيمة السند، مما يلحق ضرراً بحملة السندات، ويتمثل بحرمانه من تحقيق أرباح رأسمالية لو إحتفظ بالسند.

**3-2-4 مخاطر الرفع المالي:** وتشأّ هذه المخاطر من كون السندات تشكل جزءاً من هيكل رأس المال، وهي مصدر تمويل دائم يفضل أن تكون نسبته في هيكل التمويل معقولة، لا تضعف قدرة الشركة الأئتمانية، وإلا الإفراط بإصدار السندات يعرض الشركة إلى مخاطر الإفلاس.<sup>2</sup>

### 3-3 حقوق حملة السندات :

يتمتع حاملو السندات بعدة حقوق ذكر منها:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 213.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي وأساميحة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 90.

<sup>3</sup> بوته نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة، دراسة الواقع التجربة المغربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2014-2015، ص: 64.

- الحق في استيفاء الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.
- الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة.
- حق إقامة دعوى إفلاس على المؤسسة في حل تأخرها عن دفع قيمة السند في تاريخ الاستحقاق.
- لحق في بيع السندات لاسترجاع الأموال المستثمرة قبل تاريخ الاستحقاق. ويمكن إبراز الفرق بين السندات والأسهم من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم ( 1-2 ) : الفرق بين أنواع الأوراق المالية :

اسهم عادية	اسهم ممتازة	السندات	الورقة المالية عامل المقارنة
- المرتبة الثالثة.  - غير ثابت وغير محدد.	- المرتبة الثانية.  - ثابت ومحدد.	- الدرجة الاولى في السداد.  - ثابت ومحدد.	اولاً : الحق في الحصول على دخل: 1- من حيث الاسبقية: 2- من حيث مبلغ الدخل والإيراد:
- المرتبة الثالثة.  - غير محدد.	- المرتبة الثانية.  - محدد.	- المرتبة الاولى.  - محدد.	ثانياً : الحق في الأصول عند التصفية: 1- درجة الاسبقية: 2- البالغ:
- غير اجباري.  - ليس له تاريخ استحقاق.	- غير اجباري.  - له تاريخ استحقاق.	- اجباري.  - محدد مسبقاً وله تاريخ استحقاق.	ثالثاً : الحق في استرداد القيمة: 1- استرداد القيمة: 2- درجة الاستحقاق:

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2004، ص: 42.

### **المطلب الثالث : الأدوات المالية الحديثة ( المشتقات المالية )**

تعتبر المشتقات المالية من أهم مستحدثات الأسواق المالية حيث عرفت إقبالاً كبيراً من قبل المتعاملين، وسنتطرق إلى أنواعها وأهم خصائصها في هذا المطلب.

#### **الفرع الأول : تعريف المشتقات المالية**

المشتقات من الأوراق المالية التي لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها الأوراق المالية المشتقة أي تشقق من أصل آخر موجود.<sup>1</sup>

تعرف كذلك بأنها: "أدوات مالية تشقق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية، أو العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع".

ويرى الباحثون أن المشتقات المالية هي عقود مالية، وكما يدل عليها إسمها، فإن قيمتها السوقية تشقق أو تتوقف على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر، فقيمة عقد خيار لبيع سند ما تتوقف على القيمة السوقية لهذا السند في سوق الأوراق المالية، وسعر العقد المستقبلي لشراء مادة معينة على سعر هذه المادة في السوق الحاضر الذي ي التداول فيه.<sup>2</sup>

#### **الفرع الثاني : خصائص المشتقات المالية**

يمكن حوصلة خصائص المشتقات المالية في النقاط التالية:

**1 - طبيعة العمليات خارج الميزانية:** حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوص أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدتها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

**2 - التعقيد :** نظراً لأنه غالباً ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا فهي عادةً ما تكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواوره، مرجع سابق، ص: 86.

<sup>2</sup> علي عبد الغاني اللابن وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية: العدد الثالث، جوان 2015 ، جامعة أم البوقي، الجزائر، ص ص: 45-46.

**3 - السيولة :** بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الإستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحياناً تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينبع عنه مشاكل في عمليات تقييمها والmarkets المرتبطة بها.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث : أنواع المشتقات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل أنواع المشتقات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية في العقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلات.

**1 - العقود المستقبلية :** وهي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد، وقد توسيع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينيات والتسعينيات وتم إنشاء أسواق مالية لها وذلك لتنظيم قواعد المتاجرة بالعقود المستقبلية، كما أنها قابلة للتداول في البورصة، وهذه العقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في وقت لاحق، كما أنه يتربّط على طرفي العقد إيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم قدرة أحد الطرفين الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.<sup>2</sup>

للعقود المستقبلية أنواع تتمثل في:

**1-1 العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة :** ومنها يكون موضوع التعامل هو معدل الفائدة على ودائع أو مستندات أو قروض معينة.

**1-2 العقود المستقبلية لأسعار الصرف :** ويتم فيها تداول العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية.

**1-3 العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم :** ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسنادات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بن رجم محمد خميسى، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009 ، ص: 3.

<sup>2</sup> علي عبد الغاني اللابد وآخرون، مرجع سابق، ص: 48.

<sup>3</sup> بن رجم محمد خميسى، مرجع سابق، ص ص: 5-6.

**2- عقود الخيارات :** عقد الخيار هو عقد يبرم بين طرفين مشتري ومحرر .يعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، ويعطي العقد للمشتري الخيار في أن ينفذ العقد أو لا ينفذ، وذلك حسب رغبته، على أن يدفع المشتري للمحرر في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليس جزء من قيمة الصفقة، بعبارة أخرى سوف يخسر مشتري العقد قيمة المكافأة سواء نفذ العقد أو لم ينفذ .وكما يبدو فإن عقد الخيار إما أن يكون عقد يعطي للمشتريه الحق في الشراء من المحرر، أو أن يكون عقد يعطيه حق البيع إلى المحرر.<sup>1</sup>

وتصنف الخيارات إلى نوعين:

**2-1 خيار الشراء :** حيث يملك المشتري الحق في شراء الكمية المتفق عليها بالسعر الذي تحدد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ إستحقاق عقد الخيار، إلا أن الشراء لا يكون ملزما.<sup>2</sup> إذا توقع المستثمر إرتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي يرغب في شرائها في المستقبل، ولتجنب مخاطر مثل هذا الإرتفاع يتعاقد مع طرف ثانٍ لديه الإستعداد لبيع تلك الأسهم خلال نفس الفترة بالسعر الجاري، مقابل مكافأة يدفعها مشتري الإختيار لمحرر الإختيار، فإذا ارتفعت القيمة السوقية في تاريخ الشراء، وأصبح العقد قابلاً للتنفيذ، حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، أي يطلب أن يبيعه المحرر الأسهم المتفق عليها بالسعر المتفق، ويكون المستثمر قد حق ربحاً صافياً يمثل الفرق بين المكافأة التي دفعها إلى محرر الإختيار والزيادة في سعر الأسهم، ويزداد الربح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ، أما محرر الإختيار فيتعرض إلى خسارة، وتزداد خسارته كلما زادت القيمة الإسمية للسهم، أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وانخفضت قيمة السهم، بما يعني أنه أصبح غير قابل للتنفيذ، فلن يطلب المستثمر تنفيذه، وحينئذ ستتحصر خسائره في مقدار المكافأة المدفوعة، والتي تعادل تماماً الأرباح التي يحققها محرر الإختيار.<sup>3</sup>

**2-2 خيار البيع :** حيث يملك المشتري حق بيع الكمية المتفق عليها بالسعر الذي تحدد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ الإستحقاق.<sup>4</sup>

يتيح إختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر إنخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية يمتلكها، ويروم بيعها في المستقبل بتاريخ معين .ولتجنب المخاطر التي قد تترجم عن ذلك يتعاقد مع طرف ثانٍ لديه الإستعداد لشراء تلك الأسهم في التاريخ المحدد للبيع وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام التعاقد، والذي قد يكون مساوياً للسعر الذي إشتري به المستثمر تلك الأسهم؛ ويكون ذلك مقابل علاوة إذا

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث: عقود الخيارات، المكتب العربي الحديث، مصر، 2011، ص: 7.

<sup>2</sup> ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص: 253.

<sup>3</sup> ضياء مجید، مرجع سابق، ص: 79-78.

<sup>4</sup> ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص: 253.

أراد لذا يطلق على المستثمر في هذه الحالة مشتري حق الإختيار، فإذا تحققت تنبؤات المستثمر وإنخفض سعر الأسهم، ففي هذه الحالة سيطالب المستثمر (مشتري الإختيار) من الطرف الثاني (محرر الإختيار) تنفيذ الإنفاق، أي شراء الأسهم التي يملكها، وحيث أن المستثمر قد سبق له شراء تلك الأسهم بنفس القيمة، فإن خسائره ستتحصر في قيمة المكافأة، ولن تزيد عن ذلك مما إنخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المنصوص عليه في الإنفاق، أما خسائر الطرف الآخر، أي المحرر، وغير محدودة، إذ تتوقف على ما وصل إليه الإنخفاض في سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد، أما إذا إرتفعت قيمة الأسهم في التاريخ المتفق عليه، حينئذ يستخدم المستثمر حقه في عدم تنفيذ الإنفاق، أي لن يبيع الأسهم لمحرر حق الإختيار بالسعر المنصوص عليه في العقد، وسيفضل بيعها في السوق، ويتحقق صافي ربح بعد خصم المكافأة التي دفعها لمحرر الإختيار، ويرتفع صافي الربح بإرتفاع قيمة السوقية للسهم وقت تنفيذ التعاقد، أما بالنسبة لمحرر الإختيار فإنه يحقق ربحاً يمثل في قيمة المكافأة.<sup>1</sup>

وهناك طريقتين يتم من خلالها تنفيذ الخيار هما:

**2-2-1 الطريقة الأوروبية :** وهي أكثر الطرق جموداً وتقضى أن يتم إعطاء الخيار للتعامل مرة واحدة في نهاية المدة المتفق عليها.

**2-2-2 الطريقة الأمريكية :** وتقضى أن يتم إعطاء الخيار للمتعامل في أي وقت خلال المدة المتفق عليها، وهي أكثر الطرق مرنة.<sup>2</sup>

**3 - عقود المبادلة :** يمكن تعريف عقد المبادلة كذلك بأنه: عقد يبرم بين طرفين، يتلقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وتتضمن هذه العقود والمقاييس التزاماً بين طرفين بمبادلة قدر معين من الأصول المالية أو النقدية أو العينية تتحدد وفقه قيمة الصفقة وقت إبرام العقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في وقت لاحق يتفق عليه مسبقاً.<sup>3</sup>

وتوجد أنواع لعقود المبادلة تمثل في:

**1-3 عقود مبادلات أسعار الصرف :** وتتضمن عملية مبادلة علتين معينتين في شراء إحداهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراب لكل من العلتين.

<sup>1</sup> ضياء مجید، مرجع سابق، ص ص : 80-81.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامي عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص: 73-74.

<sup>3</sup> علي عبد الغاني اللابد وآخرون، مرجع سابق، ص: 49.

**2-3 عقود مبادلات أسعار الفائدة :** وهي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض الطرف الآخر بدلاً من قرضه هو، تهدف إلى التحوط ضد مخاطر إرتفاع أو إنخفاض أسعار الفائدة ويوجد نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة وهي:

**3-3 عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة:** وفيها يهدف مشتري عقد المبادلة (المقرض) إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة ويحصل على الفرق بين السعرتين إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى.

**4-3 عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة :** ويهدف مشتري العقد (المستثمر) إلى التحوط من مخاطر إنخفاض أسعار الفائدة.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> رجم محمد خميسى، مرجع سابق، ص: 8.

### **المبحث الثالث: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية وأهميتها الاقتصادية**

لكي تتسنم أي سوق أوراق مالية بالكفاءة، يجب أن تتعكس الأسعار فيها على الأدوات المالية المتداولة بها، وهذا في وجود لمؤشرات تقيس حركة هذه الأسعار، وتتوفر شروط حتى يتم الوصول إلى هذه المرحلة، وهذا ما ينعكس على الدور الاقتصادي الذي تلعبه الأسواق المالية؛ وستنطرق في هذا المبحث إلى النقاط التالية:

#### **المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية**

سوق الأوراق المالية الكفء يتطلب أن تتوفر فيه مجموعة من الخصائص والضوابط حتى نستطيع أن نحكم على مستوى كفاءته.

وسنتناول في هذا المطلب تعريف وسمات السوق الكفء بالإضافة إلى مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية.

#### **الفرع الأول: تعريف السوق الكفء**

إن مفهوم كفاءة السوق المالية ليس مفهوماً مطلقاً وإنما مفهوم نسبي يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين أسعار الأسهم المتداولة فيه من جهة والمعلومات المتاحة للمتعاملين معه من الشركات المدرجة من جهة أخرى، أي أن مضمون كفاءة السوق يعني مدى إنعكاس المعلومات في الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريعاً سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر السهم.<sup>1</sup>

السوق الكفء هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.<sup>2</sup> في السوق الكفء هو الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، وتكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر مما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من المخاطر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعمي، مرجع سابق، ص ص: 199-200.

<sup>2</sup> محمد أحمد عبد النبي، *الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي*، القاهرة، مصر، 2009، ص: 41.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندى، *الأوراق المالية وأسواق المال*، مرجع سابق، ص ص: 489-490.

## الفرع الثاني: سمات السوق المالي الكفاء

لكي تحقق السوق المالية هذها في التخصص الكفاءة للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو الإستخدامات ذات المنفعة القصوى، ينبغي توفر عناصر أساسية:<sup>1</sup>

- **كفاءة التسعير ( الكفاءة الخارجية )** : يطلق على كفاءة التسعير بالكافأة الخارجية، والتي يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل للمتعاملين في السوق بسرعة دون أن يتكدوا في سبيل الحصول عليها تكاليف باهضة، وأن تكون المعلومات صادقة مع إمكانية الحصول عليها في اللحظة نفسها، بمعنى أن تسعير الورقة المالية قائم على أساس المعلومات وليس على أساس إشاعات، إذ أن للجميع الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح.

**كفاءة التشغيل ( الكفاءة الداخلية ) :** وهي الكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التشغيلية ( التنظيمية ) في السوق ولذلك يجوز أن نطلق عليها مصطلح الكفاءة التشغيلية وهي أول ما يتadar إليه الذهن عند ورود مصطلح الكفاءة مجرداً وبدون أي صفة في مجرى الحديث هي تحقيق النتائج أو إنجاز العمل بأقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف إما عند تطبيقها على مجال الأسواق المالية فنجد أنها وعلى وجه الخصوص تعني أن التعامل في الأسواق المالية يتم بالتكلفة منخفضة وبفترة زمنية قصيرة وبموجب أنظمة معينة وهذا معناها أن العمولات والرسوم التي بدفعها البائع ( أو المشتري ) إلى الوسطاء وإلى إدارة السوق عند إتمام العملية والعمولات والرسوم تكون منخفضة نسبياً هذا أولاً، أما ثانياً فهو أن تتم عملية البيع ( أو الشراء ) وما يتبعها من نقل الملكية من البائع إلى المشتري في فترة زمنية معقولة وهذا معناه أيضاً توفر البائع مستعد للبيع أمام كل عرض شراء ووجود مشترٌ جاهز للشراء أمام كل أمر بيع. وهذا ما يساعد كثيراً على توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية.

فالسوق ذات الكفاءة الداخلية هي السوق التي توفر الأموال وتوجهها بسرعة إلى مشروعات الأعمال الناجحة وفي نفس الوقت تحقق للمستثمرين بها أرباحاً رأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار إستثماراتهم في تلك السوق.

والكفاءة الداخلية بحد ذاتها لها علاقة طردية مع السرعة في تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم وعمولات وضرائب، فكلما ازدادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كانت السوق أكفاءً داخلياً.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعمي، مرجع سابق، ص ص: 212-209.

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، **السوق المالية، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات**، القاهرة، مصر، 2008، ص 198-201.

**3 - الكفاءة التنظيمية للسوق:** وتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق وفق العناصر التالية :

- توافر إطار تنظيمي واضح للسوق.
- تنظيم مهمة الوساطة.
- كفاءة التشريعات والإلتزام بتطبيقها.
- الرقابة الفعالة من طرف الأجهزة الفنية المختصة.

**4 - الكفاءة الفنية للسوق :** وتحدد الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية من خلال الآتي :

- تعدد أدوات الاستثمار.
- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول.

**5 - الأمان :** ويقصد به توفير الحماية ضد المخاطر التجارية التي يتعرض لها المستثمر. ويتصح لنا من خلال إستعراضنا لسمات كفاءة السوق المالية، إن كلا من كفاءة التسويق والتشغيل تعتبران من الركائز الأساسية الهامة التي من شأنها المحافظة على إستمرار السوق وتحقيق الأهداف المنشودة له والمتمثلة في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة.<sup>1</sup>

#### الفرع الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلات مستويات لكافأة سوق الأوراق المالية وهي :

**1- مستوى الكفاءة الضعيف:** الأساس في هذا الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية أخذت في حسابها جميع المعلومات التاريخية والتقارير المحاسبية والمالية السنوية المنشورة بواسطة الشركات المصدرة للأوراق المالية، ونظراً لعدم إمكان تحقيق أي مستثمر لأي أرباح استثنائية عن طريق التوصل إلى إستراتيجية تعتمد على المعلومات التاريخية التي تكون متاحة ومستواعدة تماماً من قبل الجميع في السوق الضعيفة، لذا فإن قيم الأسهم لا تتغير إلا بناء على معلومات خاصة جديدة، حيث يصعب التنبؤ بالتغييرات المرتقبة في الأسعار، الأمر الذي يظهر هذه التغييرات في الأسعار على أنها تغيرات عشوائية.<sup>2</sup>

**2- مستوى الكفاءة شبه القوي:** يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأوراق المالية لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكافأة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة

<sup>1</sup> عباس كاظم الداعمي، مرجع سابق، ص: 212، 209.

<sup>2</sup> محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص: 43.

ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر ( ومنذ اللحظة الأولى ) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.<sup>1</sup>

**3 - مستوى الكفاءة القوي:** تقتضي هذه الصيغة أن سعر السهم الحالي يتأثر بجميع المعلومات العامة والممتاحة للجميع بشكل علني، وكذلك المعلومات التي تمثلها قنوات ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار العاملين، والمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، إضافة إلى المختصين في تحليل الأوراق المالية وصناعة السوق، وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو مطلع أن يتحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرات محلية ومستشاري الاستثمار في السوق، ويعود السبب في ذلك إلى أن التغييرات في سعر الورقة المالية ( السهم ) تغيرات عشوائية مستقلة، وإن كان هناك من يملك معلومات خاصة ( سرية )، فإن أسعار السوق لن تعكس بالكامل على جميع المعلومات، بعبارة أخرى أنه لا تتوفر الفرصة لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات من لدن فئة معينة تمكناًها من تحقيق أرباح استثنائية غير عادية، وهذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة ( صفر )، لأن الأسعار السائدة في السوق ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماماً لقيمتها الحقيقة، وبالتالي تقتضي الحاجة حينئذ وجود المحللين الماليين.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: مؤشرات كفاءة السوق المالية

لقياس مدى كفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية تستخدم مجموعة من المؤشرات التي تلخص الوضع العام للسوق، وسنطرق أولاً إلى تعريف المؤشر والذي هو:

أداة لتحديد إتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الإتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما أنه يعطي مؤشراً لوضع الاقتصاد.<sup>3</sup>

وتتطلب كفاءة السوق أن تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات الممتاحة لضمان التخصيص الأمثل والكافء للمدخرات والموارد المالية، وهناك مؤشرات عديدة تدل على تطور سوق الأوراق المالية من بينها ما يلي:

**1 - مؤشر حجم السوق:** إن إتساع حجم السوق يعتبر مؤشر إيجابي على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تطور السوق، حيث يقاس مدى إتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما:

<sup>1</sup> مفتاح صالح ومعارف فريدة، مرجع سابق، ص ص: 185 - 186.

<sup>2</sup> عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، الأردن، 2010، ص ص: 206 - 207.

<sup>3</sup> وليد صافي وأنس البكري، مرجع سابق، ص: 244.

**1-1 مؤشر معدل الرسملة البورصية للناتج المحلي الإجمالي أي**

يقيس هذا المؤشر بنسبة الرسملة البورصية والتي تعني القيمة السوقية لسوق رأس المال

$$\frac{\text{المقدمة المقدمة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} = \frac{\text{معدل الرسملة البورصية}}{\text{القيمة السوقية للأوراق المالية}}$$

حيث يؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، وبالتالي إتساع القاعدة الاستثمارية، كما أن تطور الرسملة البورصية يؤدي إلى سرعة وابعادية تطور البورصة.<sup>1</sup>

**1-2 عدد الشركات المسجلة :** وهو مقياس يعبر أيضاً على حجم السوق ولو أنه يهم إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر.<sup>2</sup>

**2 - مؤشر سيولة السوق:** إن مؤشر سيولة السوق يعكس سهولة بيع وشراء الأوراق المالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير

في قيمتها السوقية، حيث تزداد سيولة السوق كلما تزداد أوامر البيع والشراء للأوراق المالية وسرعة إستجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب.

ويقيس هذا المؤشر من خلال مؤشرين هما:

**1-2 مؤشر قيمة التداول على الناتج المحلي الإجمالي :** يشير ارتفاع هذا المؤشر إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك إنخفاض تكلفة المعاملات، حيث يعكس هذا المؤشر نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل.

<sup>1</sup> الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005 - 2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2012-2011، ص ص: 99 - 100.

<sup>2</sup> عيساوي سهام وحوجو فطوم، تأثير الأدوات المالية الإسلامية على كفاءة السوق المالية الناشئة- دراسة مقارنة سوق السودان وسوق ماليزيا، الملتقى الدولي حول: دور الأسواق المالية الناشئة في تنمية الاستثمارات المحلية، يومي 26 و 27 جانفي 2016، جامعة العربي التبسي- تبسة، الجزائر، ص: 3.

**2- مؤشر قيمة التداول / قيمة الرسملة البورصية :** يعبر عن إرتفاع درجة السيولة، حيث يعكس مدى إرتفاع نسبة القيمة المتداولة في السوق. و يؤدي إرتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال، ما يدل هذا على زيادة نشاط السوق.

**3- مؤشر درجة التذبذب في العوائد:** تعني درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات في العوائد في السوق، من خلال الإنحراف المعياري الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل إنخفاض درجة التذبذب على إرتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال.<sup>1</sup>

وتحسب درجة التذبذب في العوائد حسب الصيغة التالية:

$$TV = \frac{(R_m - R)^2}{N}$$

حيث:

**TV:** درجة التذبذب في العوائد.

**Rm:** العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

**R :** متوسط العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

**N :** عدد السنوات.

يؤدي إنخفاض درجة التقلب إلى زيادة ثقة المستثمرين في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية.

**4- مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية:** يتم الإعتماد في تحديد هذا المؤشر على نموذج تسعير الأصول والذي يسمح بتحديد كفاءة السوق من خلال الفرق بين العائد الحقيقي للورقة المالية والعائد على الاستثمار المحسوب وفق نموذج التسعير، ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير من خلال مؤشرين هما:

<sup>1</sup> الداوي خيرة، مرجع سابق، ص: 100 .

**1-4 مدى توافر مصادر المعلومات :** تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة وذلك من بين الجهات المنظمة للبورصة والمؤسسات المتدالة للأوراق المالية في السوق، وهي سمة من السمات التي تتسم بها أسواق الدول المتقدمة. والهدف من هذه الجهات هو كيفية توفير هذه المعلومات للمستثمر، حيث تكون هذه المعلومات متمثلة على وجه الخصوص في المعلومات والتحليل عن الاقتصاد المالي والإقتصاد الوطني وعن المؤسسات ومختلف القطاعات الإقتصادية، وذلك حتى يتمكن المستثمر من إتخاذ القرار الاستثماري في ظل توافر جميع المعلومات وبالتالي تزيد ثقته بالمؤسسة التي يتعامل في أوراقها المالية.

**2-4 مدى إستجابة الأسعار للمتغيرات الإقتصادية :** تعتبر أسعار الفائدة وأسعار التضخم من أهم المتغيرات الإقتصادية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية.<sup>1</sup>

ولقياس مدى إستجابة الأسعار لمعدلات التضخم فإنه يتم الإعتماد على تحليل علاقة الإرتباط وتحليل الإنحدار وذلك بأخذ معدل التضخم كمتغير مستقل والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، حيث كلما كانت إستجابة الأسعار في سوق رأس المال للمتغير في التضخم قليلة كلما إنعكس على ذلك كفاءة التسعير في البورصة.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة والمؤشر العام للأسعار ، فإن الدراسات أثبتت وجود علاقة عكسية، وذلك لأن إرتفاع سعر الفائدة يؤدي بالمستثمر إلى التخلي عن الاستثمار في الأوراق المالية، ويتجه إلى الاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع والعكس صحيح، كما أن إرتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى إرتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر . وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية.

ولقياس مدى إستجابة أسعار الفائدة للأوراق المالية، يتم استخدام علاقة الإرتباط وتحليل الإنحدار ، وذلك بأخذ سعر الفائدة كمتغير مستقل والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، وكلما اقترب معامل الإرتباط من الواحد الصحيح، كلما أدى ذلك إلى أن إستجابة حركة الأسعار للأوراق المالية تكون إيجابية بالنسبة للمتغير في معدلات الفائدة.<sup>2</sup>

**5 - مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي :** يسمح هذا المؤشر بمتابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية بتنظيم وتنمية السوق المالي في تطويره، وتؤدي كفاءة هذه المؤسسات والقوانين التي تتبعها إلى حشد المدخرات محلياً ودولياً، ويتم التركيز من خلال هذا المؤشر على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات

<sup>1</sup> حليمة عطية، دور السوق المالية في تمويل الإستثمارات- دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خضراء - بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص ص: 80-81.

<sup>2</sup> الداوي خيرة، مرجع سابق، ص: 102.

المدرجة في البورصة وعلى معايير المحاسبة المتبعة من طرف تلك الشركات ومدى تطابقها مع المعايير المحاسبية الدولية.<sup>1</sup>

ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي ما يلي:<sup>2</sup>

- مدى مرنة المعايير المحاسبية المطبقة.
- توافر قوانين حماية الإستثمار والمستثمر.
- عدم وجود عائق على الإستثمار وتحويل رؤوس الأموال.
- إنخفاض درجة المخاطر.

### المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها وفعاليتها، من الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد، إذ تؤثر في كل جوانبه وكافة مجالات الأنشطة الاقتصادية.

وتؤدي سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر، دوراً بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية للدول، حيث أنها ما قامت إلا لتؤدي وظائف تخدم الاقتصاد الكلي والجزئي، من تنمية وإستثمار وتسهيل للأوراق المالية.

#### الفرع الأول: دور سوق الأوراق المالية بالنسبة للإقتصاد الكلي

تؤدي سوق الأوراق المالية في الإقتصادات الوطنية دوراً هاماً في تحريك دوالبيه وتزوده بالدخلات الازمة لنموه، وذلك من خلال ما يلي:

1- تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه الإدخارات لخلق الثروة للاقتصاد الوطني: فسوق الأوراق المالية تشجع عمليات الإدخار وتساهم في زيادة الوعي الإستثماري في المجتمع، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الأفراد الذين لا يمكنهم إنشاء مشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، وذلك بتبسيط المدخرات السائلة الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس الأموال، توظف في المشروعات والإستثمارات الأكثر إنتاجية في توفير السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد، كما تمول سوق الأوراق المالية الشركات والمؤسسات برؤوس الأموال التي تساعدها على التوسع عندما تزيد ذلك.

2- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق: حيث رافق بروز دور الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة في إزدياد إتجاه الحكومات إلى الإقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة، وتمويل مشروعاتها التنموية، وذلك عن طريق السندات والأذون التي

<sup>1</sup> حلية عطية، مرجع سابق، ص: 81.

<sup>2</sup> الداوي خيرة، مرجع سابق، ص: 102.

تصدرها الخزينة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا أصبحت هذه الأوراق مجالاً خصباً لتوظيف الأموال وتحقيق عوائد مجزية لحامليها.

**3 - تقويم أداء الشركات والمشاريع:** حيث تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية وغير رسمية على أداء الشركات، وعليه فإن إتباع لسياسة رشيدة من طرف الشركات تحقق نتائج أعمال جيدة من ورائها، فتحسن أسعار أسهمها في السوق والعكس، تتخفض عند اتخاذ القرارات ليست في مستوى أداء عملها.<sup>1</sup>

**4 - الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية:** وذلك ليكملما بعضهما في ظل تعاقب دورات النشاط الاقتصادي بالانتعاش والركود، بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الإقتصادية المتغيرة، مما يسهم في تحقيق التسيير والتكميل بين الأنشطة الاستثمارية وحركة رؤوس الأموال، وتلك السياسات الإقتصادية عن طريق تقديم المشورة للجهات المختصة، مما يساعد على استقرار النشاط الاقتصادي.

**5 - جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية:** حيث أن توفر سوق أوراق مالية ناشئة ومتطرفة يساهم في جذب رؤوس الأموال الخارجية الأجنبية للمشاركة في تجسيد مختلف المشروعات المحلية، وفقاً لقوانين الاستثمار وإجراءات الإدارية التي تسمح بها الدول المستقبلة لهذه الأموال.

**6 - سوق الأوراق المالية تتيح المعلومات للمستثمرين عن الفرص الاستثمارية الممكنة ومواقعها وتكليفها:** حيث يفترض أن تقوم بعض مكاتب الدراسات المالية، بتقدير الجدوى الاقتصادية لبعض المشروعات المهمة للإقتصاد وتصنيف نوعية الأوراق المالية.

**7 - التقليل من مخاطر التضخم والإنكمash المالي:** إذ تعتبر سوق الأوراق المالية المكان المناسب للحكومات التي تتدخل فيه لتحقيق الاستقرار النقدي والتحكم في سياساتها النقدية، عن طريق دخولها مشترية أو بائعة للأوراق المالية الحكومية، بهدف التحكم الكمي في النقود لمعالجة التضخم والإنكمash.

**8 - الإسهام في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية:** وهذا ما ينتج عنه نمو وإزدهار إقتصادي، في وجود عدة سمات في سوق الأوراق المالية، من كفاءة التسعير بمعنى أن تعكس كافة المعلومات المتاحة في الأسعار، وكفاءة التشغيل بمعنى أن تتضاعل تكلفة المعلومات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الحاصل عن تلك المعلومات، وتحقيق عدالة السوق عندما تتساوى الفرص لكل من يرغب

<sup>1</sup> محمد غزل، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، 2012-2013، ص: 69.

في إبرام الصفقات، على أن تحديد أسعار الأوراق المالية بشيء من الواقعية وعلى أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة وتوفّر الأمان، بوجود وسائل الحماية ضد المخاطر التي يمكن أن تنشأ عن العلاقات بين الأطراف المعاملة في السوق.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي

تؤدي سوق الأوراق المالية عدّة أدوار بالنسبة للإقتصاد الجزئي، يمكن إجمالها فيما يلي:

**1 - سهولة إستثمار رؤوس الأموال :** يمتاز الإستثمار المالي في سوق الأوراق المالية، بالسهولة والسرعة مقارنة بصعوبة الإستثمار الصناعي أو الإنتاجي الفردي، كما تسمح بإستثمار أي مبلغ كبيراً كان أو صغيراً، ولأي مدة قصيرة أو طويلة، ولا تحتاج إلى خيارات عالية وخاصة، فيمكن أي شخص أن يستثمر أمواله في السوق المالية للحصول على الأرباح التشغيلية في نهاية السنة أو أرباح رأس مالية مماثلة في الفرق بين سعر الشراء والبيع.<sup>2</sup>

**2 - بيع الحقوق وشراؤها:** عند تعذر على مستثمر بيع حصته في مشروع معين، ظهرت الحاجة إلى أسواق أوراق مالية لتؤدي أهم دور والتي دعت إلى وجودها، وهي بيع وشراء حقوق الورقة المالية بدون أن يكون لها تأثير على أصول المشروع.

**3 - توفير قنوات سليمة للإستثمار:** بتخصيص و اختيار المشروعات التي تخدم مصالح المستثمرين وتحقق لهم عائد مقبول، وترشيد الإنفاق الإستثماري وتحذيرهم من مخاطر الإستثمار في المجالات الأخرى.

**4 - تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع إنشاء مشروعات خاصة به لقلة أمواله، وفي ذات الوقت توفر للمستثمر الكبير فرص توظيف أمواله في الأوراق المالية التي ستتصدر أو المتداولة على اختلافها.**

**5 - توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية:** حيث تتتنوع وتتعدد هذه الأدوات في شتى مجالات الإستثمار وتهيئ للمستثمر بذلك فرصاً عديدة للاستثمار وزيادة أمواله، مما للمدخرين المجال لاستثمار أموالهم مع ما يتاسب ومعتقداتهم، ولا يضطر المدخّر لتوظيف أمواله في مجالات لا تحوز على قناعاته.

<sup>1</sup> عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص: 28-29.

<sup>2</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 70.

6- التأمين ضد خطر تقلبات الأسعار: يستفيد من سوق الأوراق المالية التاجر والصانع والزارع، بحيث يتمكن كل منهم من التأمين على ما يحوزه من أوراق من تقلبات الأسعار، بفضل عمليات التحوط أو التغطية، فالمضارب يشتري سلعة عندما يرتفع سعرها، فيحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه، فيعرض بالشراء ما سبق أن خسره بوجود عنصر التأمين.

7- إيجاد مجال للمضاربة: إن المضاربة بلغة الاقتصاد هي "العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات معقولة، للإنفصال من فروق الأسعار في زمن محدد ومكان معين"؛ وهي لازمة لاستمرار العمل في سوق الأوراق المالية ولا تصاب بالركود.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد غزل، مرجع سابق، ص ص: 70-71 .

## خلاصة الفصل الثاني

تناول الفصل الثاني الذي جاء بعنوان الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية تعريف هذه السوق وتوضيح مدى أهميتها بالنسبة للاقتصاد، فاعتمد على تبيان موقعها في السوق المالي، فاتضح أنها تمثل القسم الثاني لسوق رأس المال الذي يعتبر بدوره أحد جناحي السوق المالي، واتضح أن سوق الأوراق المالية تقسم إلى قسمين هما السوق الأولية والسوق الثانوية، وتبين أيضاً أن سوق الأوراق المالية تتضطلع بأداء وظيفتين أساسيتين هما التجميع والتمويل.

كما تم التطرق في إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بمختلف أنواعها وأشكالها، حيث أن الأدوات المالية المتداول في هذه السوق تصنف إلى عدة أصناف و ذلك حسب معايير مختلفة تتمثل في طبيعة الورقة المالية، تاريخ الاستحقاق، الجهة التي تصدرها، وتنوع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، من أوراق مالية تقليدية كالأسهم والسنادات بالإضافة إلى الأوراق المالية الحديثة المشتقة عقود الخيار والمبادلة والعقود المستقبلية.

حتى تتحقق كفاءة السوق يجب توفر خاصيتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير ( أي أن المعلومة الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير )، و كفاءة التشغيل ( أي أن قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحويل المتعاملين لتكاليف إضافية عالية )، وتوجد ثلاثة مستويات لكفاءة سوق الأوراق المالية تتمثل في: مستوى كفاءة ضعيف، مستوى كفاءة شبه قوي ومستوى كفاءة قوي، كما توجد مؤشرات عديدة لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية كمؤشر حجم السوق ومؤشر السيولة وغيرها من المؤشرات التي تعطي صورة عامة عن وضعية السوق ومدى كفاءة التداول وتخصيص الموارد في سوق الأوراق المالية.

**الفصل الثالث : دراسة**

**حالة سوق دبي المالي**

**"بورصة دبي" خلال**

**الفترة**

**2020-2017**

**تمهيد**

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي تم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، وقد شهد هذا السوق تطويراً ملحوظاً منذ نشأته إلى يومنا هذا، حيث عمل على النهوض وتطوير الدور المنسوب له والمتمثل في توفير الأدوات المالية التي تلبي طلبات الأفراد والمعاملين فيه.

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة، حيث تسعى هذه الأخيرة إلى جمع واستقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال لتحقيق أهدافها الإنتاجية والتوسعية التي تسعى إليها.

وعلى ضوء هذا سنتطرق من خلال هذا الفصل إلى سوق دبي المالي، ومختلف الابتكارات المالية المدرجة فيه والدور الذي تؤديه في تعزيز هذه السوق، من خلال المباحثات التالية:

- المبحث الأول: الاطار العام لسوق دبي المالي.
- المبحث الثاني: تطور حجم الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020).
- المبحث الثالث: أثر حجم إصدارات الأدوات المالية المبتكرة المدرجة على مؤشر سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020).

## **المبحث الأول: الأطر العام لسوق دبي المالي**

سننطرق من خلال هذا المبحث إلى سوق دبي المالي ونشأته، وذلك للتعرف على هذه السوق والإلمام بمختلف الجوانب المتعلقة به لوضع صورة عامة عن مكان الدراسة، حيث يعتبر سوق دبي المالي أهم سوق للأوراق المالية في دبي وأهم بورصة في الإمارات مع سوق أبوظبي للأوراق المالية، ويخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي، ويعمل سوق دبي المالي وناسداك دبي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية والأدوات المالية الأخرى الصادرة عن الشركات المساهمة العامة وعن الحكومة الاتحادية أو الحكومات المحلية سواء خارج أو داخل دولة الإمارات العربية المتحدة.

### **المطلب الأول: نبذة عن سوق دبي المالي**

لا يختلف سوق دبي المالي عن الأسواق المالية الأخرى في المفهوم العام والمتداول، كما أن نشأته تعود إلى عام 2000م.

#### **الفرع الأول: نشأة سوق دبي المالي**

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأس المال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20 % من رأس المال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتيناً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM).

تم افتتاح ناسداك دبي في عام 2005 كبورصة عالمية في المنطقة، وتشمل منتجاتها القابلة للتداول حالياً الأسهم ومشتقات الأسهم، كما يمكن إدراج وتداول صناديق الاستثمار المشتركة، والمنتجات المالية المهيكلة في البورصة أيضاً.

ويحرص سوق دبي المالي دائماً منذ تأسيسه على الالتزام بتطوير المنتجات والخدمات المبتكرة باستخدام أحدث التقنيات وأفضل الممارسات الدولية لتلبية الاحتياجات المتغيرة للمستثمرين، وبدورها تعمل ناسداك دبي التي تم إفتتاحها في العام 2005 باعتبارها البورصة العالمية في المنطقة، على ابتكار

وتوفير حلول رفيعة المستوى للمستثمرين، تم دمج عمليات البورصتين في العام 2010 وذلك لخلق قوة ديناميكية بين أسواق رأس المال في المنطقة.<sup>1</sup>

يعمل سوق دبي المالي وناسداك دبي معاً لتوفير مجموعة متنوعة من خيارات الأدوات المالية للمستثمرين والتي تشمل الأسهم المدرجة والسندات والصكوك المدرجة في البورصتين، إضافة إلى المشتقات والصكوك في ناسداك دبي، وغيرها من الأدوات المالية التي يتم تطويرها حالياً، بما في ذلك صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق الاستثمار وحقوق الاقتراض والأذونات المغطاة.

ويوفر سوق دبي المالي من خلال البورصتين مجموعة واسعة من الخدمات الإلكترونية المتقدمة لتأمين الوصول إلى البيانات الفورية ومحفظة الأسهم الإلكترونية ومعلومات الإستثمارات عبر الإنترن特، فضلاً عن تقديم النماذج الإلكترونية.

في العام 2010، أطلق سوق دبي المالي حلاً مبتكرًا، باسم آيفستر، مصمم ليكون حلقة الوصل المرنة والفعالة بين السوق والمستثمرين، في خطوة هي الأولى من نوعها بين البورصات على المستوى العالمي، وبدلاً من الطريقة التقليدية المعتمدة على الشيكات، أصبح بمقدور المستثمرين استلام توزيعات الأرباح النقدية بصورة فورية من خلال بطاقات الدفع من (آيفستر) التي يمكن استخدامها أيضاً على المستوى العالمي لعمليات الشراء عبر الإنترنرت ومشتريات التجزئة.

بالإضافة إلى ذلك، أطلق سوق دبي المالي في العام 2011 الخدمة الهاتفية للاستعلام عن محفظة الأسهم "وهي بوابة إلكترونية صوتية تعمل على مدار الساعة، مصممة خصيصاً لتلبية احتياجات المستثمرين المتقدمة، كما أنها الخدمة الأولى من نوعها بين أسواق المال في المنطقة، وتتيح هذه الخدمة للمستثمرين فرصةً متابعة تفاصيل استثماراتهم ومعاملاتهم في الشركات المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي أولاً بأول.

إن التزام سوق دبي المالي وناسداك دبي المستمر بطرح منتجات وخدمات مبتكرة لتلبية احتياجات المستثمرين المتقدمة يؤكد من جديد مكانتهما كمركز للتميز والابتكار بين البورصات الرائدة في المنطقة.

---

<sup>1</sup> سوق دبي المالي، نبذة عن سوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني:

<http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm date 21-5-2021>.

**الفرع الثاني: تعريف سوق دبي المالي**

سوق دبي المالي هو أهم سوق للأوراق المالية في دبي وأهم بورصة في الإمارات مع سوق أبوظبي للأوراق المالية، أفتتح في 26 مارس 2000، طرح السوق 20% من أسهمه في نوفمبر 2006 بعد أن أصبح شركة مساهمة عامة، يبلغ عدد الشركات المدرجة فيه 50 شركة إلى جانب عدة أدوات دين وصناديق استثمارية.<sup>1</sup>

يخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي، يتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP).<sup>2</sup>

**الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي**

يسعى سوق دبي المالي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الإستراتيجية التي تجعله عاملاً مهماً للنهوض بالاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية الاقتصادية من جهة، ومواجهة التحديات التي تفرضها التغيرات السريعة التي يشهدها العالم من جهة أخرى.

لسوق دبي المالي، باعتباره شركة مساهمة عامة مدرجة، مجلس إدارة ولجان منبثقة عن هذا المجلس وهو ما يساهم في زيادة الشفافية والكفاءة في كافة أعمال السوق من حيث الامتثال للشريعة والرقابة الداخلية والتدقيق.

يشتمل سوق دبي المالي على ستة قطاعات رئيسية تركز على تحقيق الأهداف الإستراتيجية للشركة: قطاع التقاص والتسوية والإيداع، قطاع العمليات ودائرة الخدمات المؤسسية وقطاع تطوير الأعمال، وقطاع الخدمات المالية وقطاع الموارد البشرية والخطيط الإستراتيجي.

وتمثل وظائف كل قطاع فيما يلي:

**1- قطاع العمليات:** يتتألف قطاع العمليات من ثلاثة إدارات مركزية، وهم إدارة تكنولوجيا المعلومات وعمليات السوق والإدراج والإفصاح، حيث تعمل هذه الإدارات معاً على ضمان حسن تنفيذ الأعمال

<sup>1</sup> سوق دبي المالي، تعريف سوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني:

<https://ar.wikipedia.org/wiki/>. Date 23-5-2021.

<sup>2</sup> سوق دبي المالي، الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني:

<http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm> Date 22-5-2021.

اليومية في السوق وسرعة تفديها، وذلك من خلال اعتماد أحدث التقنيات وتطبيق أفضل الممارسات في هذا القطاع، وتمثل وظائفه فيما يلي:<sup>1</sup>

- زيادة مرونة الأعمال باستخدام تكنولوجيا وأتمتة الإجراءات.
- تحسين الكفاءة التشغيلية من خلال التقنيات المتقدمة.
- تسهيل عملية صنع القرار من خلال إمكانية تحليل البيانات الفورية والسابقة.
- تقليل المخاطر التشغيلية من خلال التخطيط لاستمرارية الأعمال وضوابط التقنية.
- تقليل مخاطر التداول من خلال ضمانات الوسيط وإدارة الحسابات.
- توفير معاملة عادلة للمستثمرين والشركاء التجاريين من خلال قواعد عمل تحكمها نظم آلية.
- مراقبة التداول والتأكد من التزام الوسطاء العاملين في السوق بكافة قوانين ولوائح السوق.
- ترخيص شركات الوساطة ومنح الموافقة للأفراد للعمل كوسطاء في سوق دبي المالي.
- وضع قواعد ومعايير نظام التداول.
- إدراج الأسهم والسندات المحلية والأجنبية بغرض تداولها في سوق دبي المالي، وكذا شطب إدراج تلك الأوراق المالية.
- الإفصاح عن أي أخبار تتعلق بالأوراق المالية المدرجة التي من شأنها أن يكون لها تأثير على قيمة الأوراق المالية.

## 2- قطاع النقص والتسوية والإيداع: أهم وظائف القطاع:<sup>2</sup>

- توفير جو من الأمان والاستقرار للمستثمرين في تفاعلهم مع سوق دبي المالي من خلال الحفاظ على سرية المعلومات الخاصة بهم وعدم قبول أي أوامر غير رسمية أو غير موثوق بها عند تنفيذ أي إجراء.
- الحد من فرص الاحتيال في الأوراق المالية للمستثمرين من خلال ممارسة رقابة صارمة على معاملات الوسطاء مع دائرة النقص لصالح المستثمر.
- ضمان استلام وتسلیم معلومات دقيقة للمستثمر، بعد التأكد من هويته.
- أداء واجباتها بكفاءة من خلال ضمان صحة التطبيقات والوثائق الداعمة واستكمال المعاملات في موعدها.

<sup>1</sup> سوق دبي المالي، نبذة عن سوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني:

<http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm date 22-5-2021>.

<sup>2</sup> سوق دبي المالي، نبذة عن سوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني:

<http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm date 22-5-2021>.

- ضمان استكمال التسوية اليومية بشكل صحيح ودقيق عن طريق التأكيد من استلام جميع المبالغ المستحقة من الوسطاء ودفع جميع المستحقات.

**3- قطاع الخدمات المؤسسية :** يتكون قسم خدمات الشركات من ثلاثة إدارات أساسية؛ إدارة المالية، الإدارة القانونية، وإدارة المشتريات والتعاقد، وتقدم كافة هذه الإدارات الدعم اللازم والضروري الذي يحتاج إليه سوق دبي المالي للتأكد من استمرار كافة عمليات التشغيل بأكبر قدر ممكن من الكفاءة، وفيما يلي بعض المهام الأساسية التي يؤديها هذا القسم:

- إعداد وتطوير ميزانية مالية شاملة وإستراتيجية مدمجة مع ميزانية التشغيل الإستراتيجية وكافة مخططات قطاع سوق دبي المالي، وتوفير جميع المعلومات المالية ذات الصلة التي تتوافق مع المعايير الدولية للمحاسبة، والمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، واللوائح والقوانين وأفضل الممارسات لمساعدة الإدارة في عملية صنع القرار.
- تطوير النظم المالية وتطبيق أفضل الممارسات في مجال الرقابة الداخلية وإدارة التدفق النقدي والسيولة وتحليل الفجوة والتي تفي بجميع احتياجات عملائنا في الداخل والخارج بكفاءة.
- توفير وتأمين جميع احتياجات مواد وخدمات سوق دبي المالي من حيث الجودة والتكلفة والتسليم في الوقت المحدد، وكذلك التزايد المستمر في قاعدة بيانات الموردين وإعداد جميع العقود والاتفاقيات اللازمة وفقاً للقواعد واللوائح القياسية.
- تزويد جميع أقسام سوق دبي المالي بالاستشارات القانونية والتأكد من امتثال جميع العقود والمذكرات والوثائق القانونية للقانون وتوافقها مع سياسات ومعايير سوق دبي المالي قبل الموافقة عليها.

#### **4- قطاع الموارد البشرية والتخطيط الاستراتيجي: أهم وظائف القطاع:<sup>1</sup>**

- إدارة المواهب وتحفيز القوى العاملة.
- التوظيف والاختيار.
- التدريب والتطوير.
- علاقات الموظفين.
- التعويضات والفوائد.
- التخطيط الاستراتيجي.

---

<sup>1</sup> سوق دبي المالي، الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي الموقع الإلكتروني:

- معايير تمكين التميز بناء على جائزة دبي للجودة.

5- قطاع تطوير الأعمال: يعتبر تطوير الأعمال المحرك الرئيسي لأربع مجالات رئيسية، هي شؤون الجهات المدرجة، العلاقات مع الجمهور، والتواصل مع الشركات وعلاقات المستثمرين، والتي تقوم بالعديد من المهام، منها:

- بناء علاقات مؤسسية مع الجهات المدرجة القائمة في السوق والحفاظ عليها ودعمها في الأمور المتعلقة باحتياجات أعمال علاقات مستثمرين.
- جذب وتوجيه الشركات المحتملة المتعلقة إلى الاكتتاب العام.
- بدء مشروع جديد يساعد على بناء وتنمية الاكتتاب العام في سوق دبي المالي وبورصة ناسداك دبي.
- تطوير الخدمات الذكية للجهات المدرجة وتوفير الدعم الاستراتيجي اللازم لزيادة الوعي بين المتعاملين الرئисين للجهة المدرجة.
- التواصل مع وسائل الإعلام المختصة في الشؤون المالية من خلال تزويدهم بالبيانات والتقارير الرسمية والنشرات.
- التفاعل مع الوفود الخارجية، والجهات الحكومية، والمؤسسات ذات الصلة بسوق دبي المالي والقيام بتنسيق الاتصالات اللازمة والمؤتمرات الإعلامية.
- إدارة علاقات المستثمرين الحاليين في سوق دبي المالي وضمان تطبيق أفضل ممارسات علاقات المستثمرين من أجل دعم المستثمرين والتواصل مع المحللين.
- إنشاء وتنفيذ حملات خاصة بالتسويق والتواصل الاستراتيجي وسد الفجوة بين سوق دبي المالي والمستثمرين والهيئات الحكومية والشركات المدرجة والمشاركين الآخرين في السوق.
- تخطيط وتنفيذ كافة الأحداث المؤسسية والندوات الداخلية والخارجية، والأنشطة التعليمية الخاصة بالمستثمر والجهات المدرجة.
- زيادة الوعي بالعلامة التجارية لسوق دبي المالي من خلال التواصل المستمر على مختلف المنابر الإعلامية والمشاركة في فعاليات رائدة.
- الحفاظ على قنوات اتصال رقمية مفتوحة بما في ذلك تشغيل موقع سوق دبي المالي ومنصات وسائل الإعلام الاجتماعية ذات الصلة بالموقع لضمان معرفة الجمهور وإطلاعه على كافة مستجدات السوق.

**6- قطاع الخدمات المالية:** أهم وظائف القطاع:<sup>1</sup> يوفر قطاع الخدمات المالية خدمات رائدة من خلال دائريته الأساسية؛ خدمات بيانات السوق وخدمات عمل الشركات، وتعمل هاتان الإدارتان على تلبية الطلب المتزايد للمشاركة في السوق، وفيما يلي بعض المهام الرئيسية التي يقوم بها القطاع:

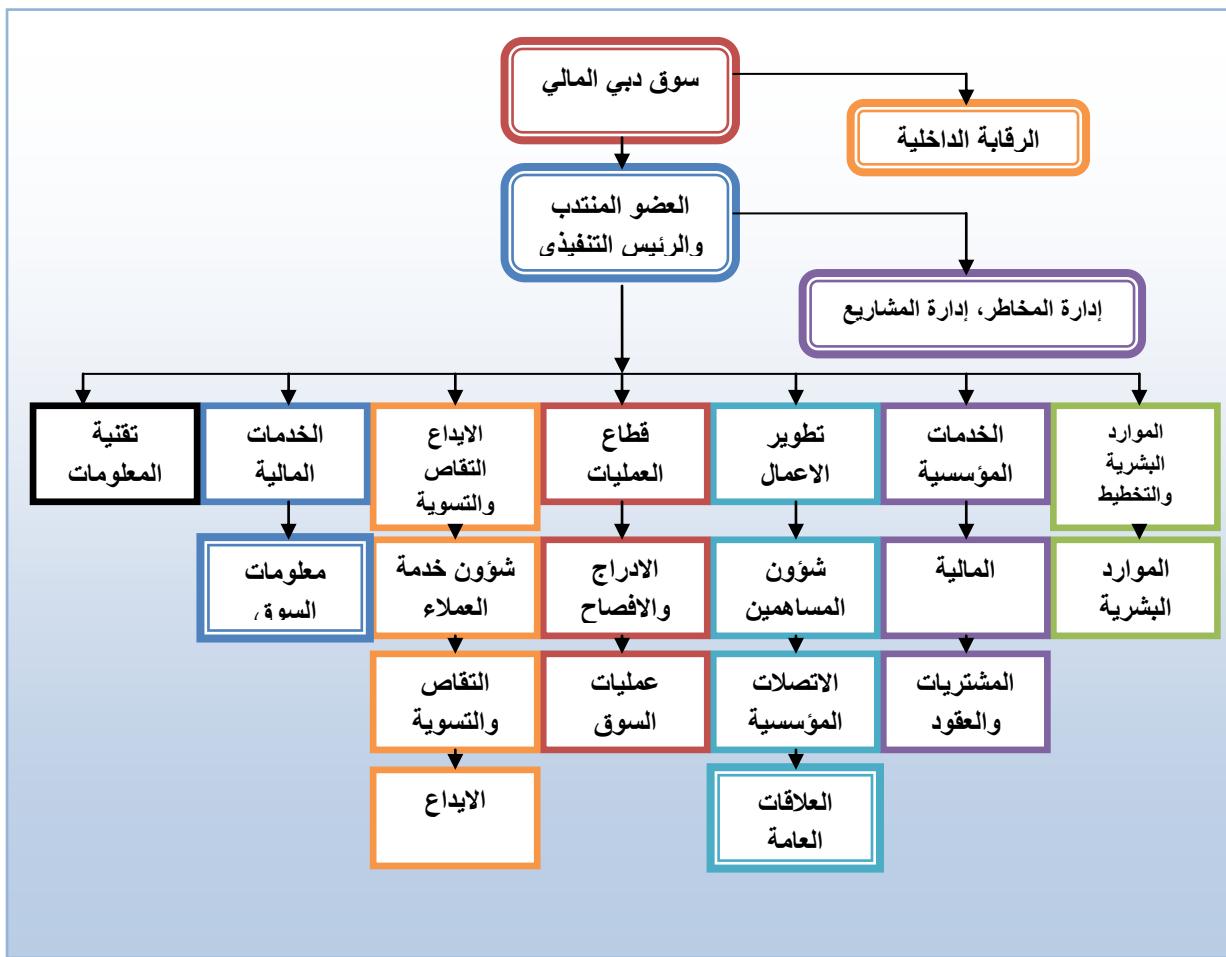
- توفير إمكانية الوصول المباشر إلى معلومات تتسم بأعلى مستويات الدقة وفي الوقت المناسب من خلال توفير عدة أنواع من الملقطات بمستويات مختلفة.
- إعداد وتحطيط اجتماعات الجمعية العمومية العادية وغير العادية، وكذلك الإعداد لعملية التصويت، والتصويت الإلكتروني، وتوفير مجموعة من الخدمات منخفضة التكلفة الموضوعة خصيصاً للوفاء بمتطلبات الاجتماع باستخدام أحدث ما توصلت إليه التقنية والتطبيقات الأكثر تقدماً في السوق.
- حساب وتوزيع الأرباح والمدفوعات والتوفيق بينها نيابة عن عملاء سوق دبي المالي من خلال استخدام أنظمة قوية وإجراءات فعالة من شأنها خفض التكاليف والحفاظ على الدقة.
- توفير إدارة إلكترونية على مستوى عال لعلاقات المستثمرين/الاكتتاب العام وحلول عالية المستوى لمعالجة السداد، بحيث تحل موقعاً استراتيجياً تصبح بموجبه الخدمات الإلكترونية العمود الفقري للمديرين رفيعي المستوى والبنوك القابضة.

---

<sup>1</sup> سوق دبي المالي، الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني:

والشكل المولاي يوضح :

الشكل ( 3-1 ) : الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي :



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد، على سوق دبي المالي، الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني:

<http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm Date 20/04/2021>

## المطلب الثاني: الأوراق المالية المدرجة في سوق دبي المالي

يوفر سوق دبي المالي للمستثمرين والمتعاملين المنتجات والخدمات المبتكرة التي تمكّنهم من إجراء عمليات التداول والتداول والتلاقي والتسوية والإيداع للأوراق المالية في بيئة تتسم بالكفاءة والشفافية والسيولة، تتمثل هذه المنتجات في:

### الفرع الأول : أدوات الملكية

يعد سوق دبي المالي بمثابة سوق ثانوي لتداول الأسهم وغيرها من أدوات الملكية والأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة العامة والهيئات الحكومية وشبه حكومية، سواء كانت قائمة في دولة الإمارات العربية المتحدة أو في الخارج.

تمثل الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي مجموعة واسعة من القطاعات الاقتصادية بما في ذلك الشركات الرائدة في قطاع العقارات، البناء، الإنشاءات الهندسية، الخدمات المصرفية، النقل، الاستثمار، الخدمات المالية، التأمين، الاتصالات، وقطاعات السلع الاستهلاكية وغيرها. يتعامل سوق دبي المالي عن كثب مع شركات من مختلف القطاعات لتوسيع قاعدة القطاعات بما يعكس النمو والتنوع الاقتصادي في الإمارات العربية المتحدة ويوفر خياراً أكبر من الأوراق المالية للمستثمرين. تتوفر حالياً الفئات التالية من الأسهم في سوق دبي المالي:

**1- الأسهم :** يمثل كل سهم من الأسهم حصة ملكية في شركة على سبيل المثال، إذا قمت بشراء 1000 سهم في شركة ما، فإنك تعد مالكاً أو شريكاً في جزء من هذه الشركة بمقدار ما تمثله هذه الأسهم في الشركة، ويتم قياس أداء الشركة في غالب الأحيان بمقدار الأرباح التي يتحصل عليها المساهمون وسعر سهمها في الأوراق المالية وعادة ما يشار إلى الأسهم باسم "الحصص"، وتعد الأسهم العادي أكثر أنواع الأسهم شيوعاً، وتشمل الأنواع الأخرى من الأسهم الممتازة أو أسهم الحقوق، ويمكن لأي شركة إدراج أسهمها في بورصة الأوراق المالية ويمكن تناول أسهم الشركات المدرجة في البورصة.

**2- أسهم الإدراج المزدوج:** هي أسهم الشركة المدرجة والمتداولة في أكثر من بورصة، فعلى سبيل المثال أسهم بيت التمويل الخليجي مدرجة في سوق دبي المالي ومدرجة أيضاً في سوق البحرين للأوراق المالية.

### الفرع الثاني : أدوات الاقتراض

ليكون سوق دبي المالي عاصمة الاقتصاد الإسلامي عالمياً، وبقرار من رئيس مجلس الوزراء حاكم دبي تم تحويلها إلى مركز عالمي للصكوك، حيث يعمل السوق بثبات وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية من خلال وجود هيئة الفتاوى والرقابة الشرعية. وقد شهدت أسواق رأس المال في دبي نمواً إيجابياً في إدراجات

الصكوك، مما وفر خيارات أوسع من الاستثمارات للمستثمرين المحليين والإقليميين والدوليين، وذلك في ظل النمو المتزايد عالمياً بسوق الصكوك والسنادات على نطاق أوسع.

**1- الصكوك (السنادات الإسلامية) :** يوفر سوق دبي المالي وناسداك دبي منصة موحدة لإدراج وتداول مجموعة من الصكوك، بما في ذلك الصكوك المدرجة من قبل مصدر الأسهم والهيئات الحكومية والشركات المرتبطة بالحكومة، ويتم تداول الصكوك المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي سوق دبي المالي في البورصتين.

الصكوك عبارة عن سنادات يتم صياغتها لتتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، إلا أنها وعلى عكس السنادات التقليدية لا تتضمن دفع فائدة، حيث تعتمد الصكوك على تحصيل الأموال من أصحابها واستثمارها في عقود تمويل مناسبة وعقود استثمارية، إلا أنه بدلاً من دفع المال مباشرة لطالبي التمويل مقابل سداده في المستقبل، ويتم إجراء معاملات على الأصول وحقوق المنفعة والحقوق المنفعة والحقوق المالية.

**2- السنادات:** يوفر سوق دبي المالي وناسداك دبي مجموعة متنوعة من السنادات بما في ذلك السنادات المصدرة من شركات المساهمة العامة والخاصة، والمصدرة من الجهات الحكومية والمؤسسات، السنادات المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي قابلة للتداول داخل البورصتين.

فالسندي عبارة عن أداة دين تباع من قبل الشركات أو الحكومات حيث تتعهد الجهات المصدرة له بدفع فائدة سنوية أو نصف سنوية معلومة ومحددة في عقد الإصدار ومكتوب على السندي نفسه، ويعرف بالكونبون، كما تعرف الجهة المصدرة له بمديونيتها للشخص أو الجهة المالكة للسندي بالقيمة الاسمية الواردة على نفس السندي، كما تتعهد هذه الجهة بإطفاء سناداتها في وقت محدد متفق عليه يسمى "تاريخ الاستحقاق". تتضمن معظم السنادات عبارة بتعهد بموجبها المصدر سداد سلسلة من الدفعات النقدية كل ستة أشهر بالإضافة إلى مبلغ واحد عند نهاية عمر السناد إلى المستثمر حامل السندي، ويتم تحديد الدفعات من خلال ضرب سعر فائدة السندي بالقيمة الاسمية لهذا السندي.

على سبيل المثال إذا قامت شركة بإصدار سندي بقيمة اجمالية تبلغ 1000 درهم وسعر فائدة 10% فإن مبلغ الفائدة السنوية على هذا السندي يكون 100 درهم، وعادة تتم الدفعات بشكل نصف سنوي وبالتالي فإن حامل هذا السندي سيحصل على 50 درهماً كل ستة أشهر. وفي موعد الاستحقاق تقوم الشركة المقترض بدفع قيمة السندي إلى حامله بالإضافة إلى مبلغ دفعات سعر الفائدة المستحقة عن تلك الفترة، فإذا قامت شركة بإصدار سندي مدته 10 سنوات وبسعر فائدة 10% ، فإن ذلك يعني أن هذه الشركة ستدفع للمستثمر كل ستة شهور 50 درهماً لمدة 10 سنوات (أو إجراء ما يعادل الدفع وفقاً لأحكام نشرة الإصدار) بالإضافة إلى مبلغ 1000 درهم مع نهاية السنة العاشرة. ويتحدد سعر الفائدة على السندي بعدة عوامل أهمها عامل المخاطر بالنسبة إلى الشركة المصدرة، فالشركات الكبيرة أو ذات السمعة والتصنيف العالي تتحفظ درجة المخاطر

على الاستثمار فيها، وبالتالي يكون سعر الفائدة الذي يطلبه المستثمر منخفضاً، كما أن الفترة الزمنية كذلك تحدد سعر الفائدة فكلما كانت فترة السند أطول كلما كان سعر الفائدة على السند أعلى.

### الفرع الثالث : أدوات مالية أخرى

يواصل سوق دبي المالي العمل بشكل وثيقة مع الهيئة المنظمة للسوق وهي هيئة الأوراق المالية والسلع بهدف تنويع الأدوات المالية المتاحة وتوفير خيار أوسع من فئات الأصول كفرص استثمارية، وذلك من أجل تلبية الاحتياجات المتباينة للمستثمرين، ومن ضمن الأدوات المالية الأخرى التي يجري تطويرها صناديق الاستثمار المتداولة، وحقوق الاقتراض المتداولة والأذونات المغطاة، كما يجري تطوير آليات جديدة من شأنها أن تعزز نشاط التداول في السوق ومنها إقراض واقتراض الأوراق المالية وصانع السوق والبيع على المكشوف.

**1- صناديق المؤشرات المتداولة :** تماشياً مع إستراتيجية سوق دبي المالي لتوفير منتجات استثمارية متطرفة ومتنوعة أمام جمهور المستثمرين يوفر سوق دبي المالي إطار تنظيمي ملائم لإدراج وتداول صناديق الاستثمار المتداولة، وهي عبارة عن صناديق استثمارية مفتوحة ومدرجة ومتداولة في السوق، وهي تجمع بين ميزات صندوق المؤشر والأسهم، حيث تعكس سيولة صناديق الاستثمار المتداولة سيولة سلة الأسهم المتعاقد عليها التي يتم بناء عليها إنشاء هذه الصناديق، كما تسمح هذه الصناديق للمستثمرين بالاستثمار في الأصول الأساسية لصندوق الاستثمار المتداولة بطريقة فعالة من حيث التكلفة دون الحاجة إلى الاستثمار في الأصول الأساسية مباشرة، على سبيل المثال يمكن لمستثمر أن يستثمر في سلة من الأسهم التي يقوم عليها المؤشر العام لسوق دبي المالي عن طريق شراء صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالمؤشر العام لسوق دبي المالي بدلاً من شراء الأسهم الخاصة التي يقوم عليها المؤشر العام لسوق دبي المالي، وهذه الطريقة هي الأكثر كفاءة للاستثمار في سلة من الأسهم دون شراء الأسهم الحقيقية بشكل فعلي.

**2- إقراض واقتراض الأوراق المالية :** "إقراض واقتراض الأوراق المالية" أو "إقراض الأوراق المالية" عبارة عن قرض مؤقت للأوراق المالية من قبل المقرض للمقترض حيث:

- يجوز فيه للمقرض طلب استعادة الأوراق المالية في أي وقت، والذي من شأنه أن يسمح بإرجاع الأسهم ضمن دورة تسوية السوق العادية، وذلك بصرف النظر عن موعد الاستحقاق المتفق عليه.
- يجوز للمقترض إرجاع الأوراق المالية في أي وقت.

■ تنتقل ملكية الأوراق المالية التي يقرضها المقرض إلى المقرض، مع منح المقرض بعض الحقوق، مثل الحق في بيع الأسهم أو إقراضها إلى مقرض آخر، وحضور الجمعيات العمومية العادية كما يكون للمقرض الحق في بعض الفوائد الاقتصادية، منها على سبيل المثال أرباح الأسهم، كما أنه من الممكن أن يتضمن

اتفاق إقراض واقتراض الأوراق المالية إلزام المقترض بسداد دفعت مالية إلى المقترض مساوية للنوع الذي اقترض، لا يعد مقرض الأوراق المالية مالكا لها كما لا يمكن له الحق في التصويت، إلا أنه يحتفظ بالحق في طلب استرجاع الأوراق المالية من المقترض ويجب عليهم ممارسة هذا الحق عند الرغبة في التصويت.

#### **فوائد إقراض واقتراض الأوراق المالية:**

- تعزيز كفاءة السوق والسيولة والحد من تقلبات السوق.
- يدعم إقراض واقتراض الأوراق المالية تطوير أسواق رأس المال من خلال تسهيل استراتيجيات الاستثمار المختلفة، والاستفادة من العجز لضمان دورات تسوية سلسلة وتزويد المقرض بالإرجاع التدريجي للقرض إلى الحافظة المالية.

3- **تسوية إعادة الشراء (الريبو):** يعتبر الريبو أو اتفاقية إعادة الشراء، بمثابة أداة مالية يوفر من خلالها الطرف المشتري سيولة نقدية للطرف البائع في مقابل الأوراق المالية التي بحوزة الطرف البائع، والذي يمكنه بعد فترة زمنية محددة إعادة شراء تلك الأوراق المالية المستخدمة كسيولة من المشتري بسعر يحدد سلفاً عند إبرام الصفقة وسوف يقوم سوق دبي المالي بتسهيل تسوية معاملات إعادة الشراء خارج السوق فيما يتعلق بالأوراق المالية المدرجة في سوق دبي المالي.

### المطلب الثالث: آليات التداول في سوق دبي المالي وأنظمته

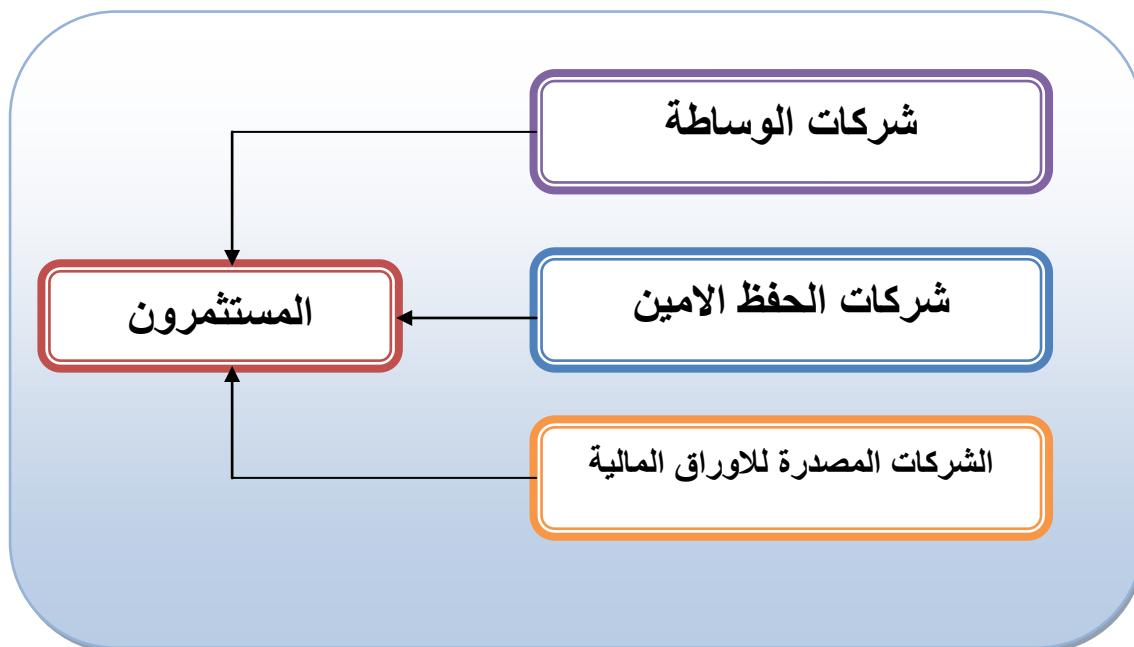
سنتطرق في هذا المطلب إلى آلية التداول في سوق دبي المالي، بالإضافة إلى المتعاملون المعتمدون في هذا السوق والأنظمة المتطرورة التي تسهل عملية التداول فيه.

#### الفرع الأول: المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي

باعتبارها بورصة إقليمية رائدة تطبق أفضل الممارسات العالمية، وتخضع تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، يتم اختيار المتعاملين مع السوق، وبخاصة شركات الوساطة وشركات الحفظ الأمين المعتمدة، وفق معايير صارمة من شأنها حماية حقوق المستثمرين.

تشمل قائمة المتعاملين المعتمدين في السوق، المستثمرين والشركات المدرجة، والوسطاء، ومؤسسات الحفظ الأمين، وجميعهم يؤدون دوراً رئيسياً ضمن هيكل السوق المالي<sup>1</sup>:

الشكل رقم (4-1) المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي:



المصدر موقع سوق دبي المالي

<https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>: date 15-5-2021

<sup>1</sup> الكتيب التعريفي للمستثمرين لسوق دبي المالي، المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي، الموقع الإلكتروني:

<http://www.dfm.ae/docs/default-source/guides> Date 22-4-2021.

و سنوضحها في ما يلي:

**1 - المستثرون :** يتوزع الاستثمار في سوق دبي المالي بين الاستثمار طويل الأجل والمضاربات، وسواء كان فردًّا أو مؤسسةً، فالمستثمر الذي يشتري أوراقاً مالية ويحتفظ بها لمدة طويلة بهدف الحصول على أرباح نقدية أو عينية يسمى مستثمرًّا طويلاً الأجل، ويجب على هذا المستثمر الإلمام بالمعلومات الأساسية عن الشركات المدرجة التي يرغب في الاستثمار بها، ومن أهمها الميزانية العمومية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية والنسب المالية الهامة، أما المضاربة فهي عملية شراء وبيع يقوم بها مستثرون في السوق للاستفادة من فروق الأسعار، وتعتبر المضاربة ضرورية لسوق الأسهم لأنها تعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب، فعندما تختفي المضاربون بالشراء ويؤدي ذلك إلى الحد من استمرار الانخفاض نظراً لازدياد الطلب، ويقوم المضاربون بعكس ذلك عندما ترتفع الأسعار حيث يقومون ببيع ما لديهم من أوراق مالية وتؤدي تلك العملية إلى الحد من ارتفاع الأسعار نتيجة زيادة العرض، وينبغي أن يتمتع المستثمر المضارب بالكفاءة والخبرة بما يمكنه من التحليل السليم لأوضاع السوق، كما يجب عليه على دراسات وحسابات علمية ومدروسة، إضافة إلى توافر رأس المال الكافي الذي يحميه من الخسائر المتوقعة، كما يتعين على المستثمر المضارب الالتزام بأخلاقيات التعامل، وألا يقوم بأفعال من شأنها التأثير في أسعار الأسهم، سواء بارتفاعها أو انخفاضها، ما يضر بالسوق والمستثمرين.

**2 - الشركات المصدرة للأوراق المالية :** تعد الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي، عصب النمو الاقتصادي، وذلك لاضطلاعها بالمشاريع الكبرى التي تعجز عنها قدرات الأفراد العاديين بسبب قدرتها على تجميع رؤوس الأموال الضخمة. لمزيد من المعلومات عن الشركات المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي، هناك عدة أنواع من الشركات المساهمة، كالشركة المساهمة العامة المحدودة، والشركة ذات المسؤولية المحدودة، وشركة التوصية بالأوراق المالية، شركة المساهمة العامة، هي شركة يساهم فيها عدد من الناس، ويقسم رأس المال إلى أسهم متساوية القيمة، ثم تطرح هذه الأسهم للمستثمرين الراغبين في الاستثمار بأموالهم، ومن ذلك يتكون رأس المال، وتتحدد حصة كل شريك منها بقدر ما اشتراه من الأسهم. بعد إنجاز الاكتتاب بأسهم الشركة يتم إدراجها في السوق وتصبح متاحة للتداول.

**3 - شركات الوساطة :** الوسيط هو شركة مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع للقيام بأعمال الوساطة في السوق، وعقب تكامل العمليات مع ناسداك دبي في العام 2010، أصبح بمقدور المستثمرين الاعتماد على شركات الوساطة المشتركة ل التداول الأوراق المالية في البورصتين باستخدام نفس رقم المستثمر للسوق، ويكون المستثمر على علاقة مباشرة مع الوسيط، حيث أنه لا يقوم بالتداول في السوق بنفسه بل من خلال أحد الوسطاء المعتمدين من قبل سوق دبي المالي الذين يقومون بتنفيذ عمليات التداول ( البيع والشراء ) بأوامر من عملائهم. ويتم اعتماد الوسطاء في السوق بموجب أنظمة ولوائح وقواعد سلوك صارمة تم إقرارها لضمان سلامة عمليات التداول وحماية حقوق المستثمرين وضمان أعلى درجات الدقة

والشفافية والكفاءة في إدارة عمليات السوق، استمرار الانخفاض نظرًا لازدياد الطلب، ويقوم المضاربون بعكس ذلك عندما ترتفع الأسعار حيث يقومون ببيع ما لديهم من أوراق مالية وتؤدي تلك العملية إلى حد من ارتفاع الأسعار نتيجة زيادة العرض، وإلى جانب تنفيذ أوامر البيع والشراء وفق تعليمات العملاء، يتولى الوسطاء أيضًا مهمة تسوية الأموال بين البائعين والمشترين مع دائرة التقاص والتسوية والإيداع (المقاصلة) التابعة للسوق، فالسوق لا يتعامل مع الأفراد المستثمرين مباشرة بل من خلال وسطائهم، وتم تسوية الأموال بين الوسيط والسوق من خلال حساب تسوية خاص يحتفظ به كل الذي يعينه السوق، وتم عمليات التسوية بين الوسيط وعملائه (بنك التسوية) وسيط في حسب الاتفاقيات المبرمة بينهما في هذا الشأن.

ويتولى مدير التداول الذي يعينه الوسيط مهمة إدارة عمليات التداول التي تتم عبر شركة الوساطة، كما تعيّن شركة الوساطة ممثلي معتمدين يتولون إدخال الأوامر في نظام التداول الإلكتروني حسب تعليمات مدير التداول.

**4- شركات الحفظ الأمين:** تعيّن غالبية المؤسسات الاستثمارية وبعض المستثمرين الأفراد أحد بنوك الحفظ الأمين لمتابعة وخدمة استثماراتهم في أسواق المال المختلفة.

#### الفرع الثاني: آليات التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي

يعمل سوق دبي المالي وناسداك دبي بشكل وثيق مع الجهات التنظيمية بما يضمن التقييم المستمر للآليات والإجراءات الجديدة من أجل توفير أكبر قدر من المرونة للمستثمرين وتسهيل عملية التداول، وكذلك تطبيق أفضل الممارسات الدولية.<sup>1</sup>

**1- التداول بالهامش :** التداول بالهامش هو أسلوب إستثماري جديد ومميز توفر من خلاله شركات الوساطة المالية خدمات ائتمانية للعميل بأسعار فائدة منافسة، بضمان الأوراق المالية المودعة في محفظة العميل، ويعتمد حجم الخدمات الائتمانية المقدمة للعميل على نوع وقيمة الأوراق المالية التي يملكها وعلى قدرته المالية، ومن خلال هذه الخدمة تقوم شركة الوساطة بتمويل نسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية المملوكة بالهامش، وذلك بضمان ذات الأوراق المالية أو أي ضمانات أخرى.

**2- التسليم مقابل السداد (DVP) :** يعني التسليم مقابل السداد للتسويات (DVP) تسليم الأوراق المالية مقابل تسليم أثمانها بشكل متزامن ونهائي. وقد قام سوق دبي المالي وناسداك دبي بتبني نموذج (DVP) للتسويات المالية والأوراق المالية بين سوق دبي المالي أو ناسداك دبي والوسطاء أو أمناء الحفظ. ويتم

<sup>1</sup> الكتيب التعريفي للمستثمرين لسوق دبي المالي، آليات التداول في سوق دبي المالي وأنظمته المتطرفة، الموقع الإلكتروني:

<http://www.dfm.ae/docs/default-source/guides> Date22-5-2021.

إنجاز التسوية المالية أولاً، ويعقبها تسوية الأوراق المالية وفقاً للتوقيتات المحددة ضمن نظام التسوية (T+2).

وبالنسبة للمستثمرين الأجانب الذين يعتمدون على الحافظ الأمين لحفظ التسوية، يقوم الحافظ الأمين بتسوية الصفقات مباشرة مع سوق دبي المالي وناسداك دبي. ويتيح نظام الحافظ الأمين رفض تسوية الصفقات في حال عدم (DVP) التسلیم مقابل السداد تلقیه تعليمات متطابقة بشأن التسوية من عميله.

**3- إقراض وإقراض الأوراق المالية:** يتم تطبيق نظام الإقراض والإقراض في سوق دبي المالي وناسداك دبي حيث يجوز لأي مستثمر إقراض/إقراض الأوراق المالية المملوكة له.

ويتم اقتراض الأوراق المالية في الحالات التاليات:

- لموازلة نشاط صانع السوق.

- الإخفاق في تسليم الأوراق المالية المباعة في تاريخ التسوية.

- أية حالات أخرى توافق عليها الهيئة.

### الفرع الثالث: أنظمة سوق دبي المالي المتطرفة

ركزت استراتيجية سوق دبي المالي منذ تأسيسه في مارس 2000 على الاستثمار في تطوير الأنظمة المعلوماتية، وقد لعبت عمليات التطوير المستمرة دوراً رئيسياً في ترسيخ مكانة سوق دبي المالي الرائدة وجعله الوجهة الرئيسية للمستثمرين المحليين والعرب والدوليين على المستوى الإقليمي، وفي ضوء القيم الأساسية المتمثلة في الابتكارات التكنولوجية والشفافية والسرية والكفاءة، يقدم سوق دبي المالي العديد من الخدمات المتطرفة لخدمة المستثمرين والمتعاملين على حد سواء.<sup>1</sup>

تسلط المجالات الثلاثية أدناه الضوء على الأنظمة المتطرفة المستخدمة لتسهيل عملية التداول من حيث التداول والرقابة والتقاض.

**1- نظام التداول الإلكتروني :** يعكس التزايد المضطرب في عدد مستخدمي التداول الإلكتروني مع مرور السنوات ضرورة التحول إلى التعاملات الإلكترونية المتطرفة كأدلة فعالة وموثوقة للمستثمرين والوسطاء،

<sup>1</sup> الكتيب التعريفي للمستثمرين، أنظمة سوق دبي المالي المتطرفة، الموقع الإلكتروني:

<http://www.dfm.ae/docs/default-source/guides> Date 22-5-2021.

ويحرص سوق دبي المالي دائمًا على تشجيع المتعاملين للتحول إلى التداولات الإلكترونية من خلال توفير الدعم التقني اللازم لتشجيع شركات الوساطة على تحسين وتوسيع الخدمات المقدمة للمستثمرين.

نظام التداول عبارة عن برنامج تشغيل حاسوبي يتولى معالجة الإجراءات والعمليات التي تشكل مع بعضها البعض عملية التداول، وتتضمن شاشات الأجهزة الطرفية كافة المعلومات والبيانات التي يحتاجها الوسطاء لإدخال الأوامر، وباستطاعة نظام التداول الإلكتروني الارتباط بعدد كبير من الأجهزة الطرفية، وعلى الوسطاء إدخال الأوامر التي ترد إليهم من عملائهم ويتولى النظام مهمة تنفيذ الأوامر حسب القواعد والأنظمة التي تحكم هذه العمليات.

وبحسب ما هو مبين في الرسم التوضيحي أدناه، يتولى النظام معالجة الأوامر وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي، وتشمل سلسلة العمليات التي ينفذها النظام ختم الأوامر بختم الوقت تمهدًا لترتيب أولوية تنفيذها وتصنيفها حسب أنواعها المختلفة، وتخصيص الكميات لكل أمر ومتانة الأوامر وغيرها من العمليات التي تؤدي في النهاية إلى إنجاز كل عملية تداول، وينبغي التذكير أن النظام ينجز هذه العمليات جميعها على نحو فوري، بمعنى أن تنفيذ الأمر يتم فور إدخاله إلى النظام. والشكل الموجي يوضح محرك التداول في سوق دبي المالي:

الشكل رقم (2-2) محرك التداول :



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الكتيب التعريفي للمستثمرين، أنظمة سوق دبي المالي المتقدمة، الموقع الإلكتروني:

<http://www.dfm.ae/docs/default-source/guides date 2021-4-25>.

من الجدير بالذكر أن النظام ينجز جميع هذه العمليات بصورة فورية، وبالتالي يتم تنفيذ الأمر فور إدخاله في النظام، وذلك بفضل ارتباط نظامي التداول والمقاصة، ويتم نقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري فور إنجاز الصفقة.

**2- نظام رقابة السوق الإلكتروني :** يراقب سوق دبي المالي عمليات التداول بشكل مستمر لحماية المستثمرين للتأكد من التزام جميع المتعاملين بالقوانين والأنظمة والتعليمات بما يعزز المناخ الاستثماري على النحو الأمثل ويحقق أعلى مستويات الشفافية.

ويعد نظام رقابة التداول "سمارس" المعتمد به في السوق أحد أكثر نظم الرقابة تطوراً حيث يستخدم من جانب العديد من الأسواق المالية العالمية الرائدة، ويتتيح هذا النظام اكتشاف أية عمليات تلاعب أو إساءة استغلال للسوق المالي مع إشعار القائمين على رقابة التداول بمثل هذه الحالات بصورة فورية. ونظام رقابة التداول عبارة عن منصة تقنية متكاملة لرقابة التداول تعتمد على تلقي البيانات من نظام التداول ومعالجتها بصورة فورية، واكتشاف أية حالات محل اشتباه وإشعار المستخدمين بذلك في الحال، ويقوم النظام باكتشاف وتحليل أية حالات تلاعب أو إساءة استغلال في التداول، إضافة إلى تقديم معلومات تحليلية مفصلة عن أنشطة التداول.

**3- نظام التقادص والتسوية والإيداع ( المقاصة ) :** المقاصة هي بمثابة المرحلة الأخيرة في عملية إنجاز التداول، أي أنها تلي عملية تنفيذ أوامر العملاء من خلال وسطائهم، ومثل أي عملية بيع وشراء بين طرفين، يتعين بعد الاتفاق أن يقدم البائع السلعة للمشتري ليسد ثمنها له، والسلعة هنا هي الأوراق المالية. وتكتمل عملية تسليم الأوراق المالية بانتقال ملكيتها من البائع إلى المشتري ويتم سداد الأموال ( الثمن ) للبائع، ويتم إنجاز هذه العملية في سوق دبي المالي من خلال نظام المقاصة الإلكتروني والذي يرتبط بشكل متكامل مع نظام التداول.

وبمجرد إدخال أمر بيع يتحقق نظام المقاصة الإلكتروني من ملكية البائع للأوراق المالية المراد بيعها وفي حالة عدم تملكه لها يلغى الأمر ولا يضاف لنظام التداول مما يمنع التلاعب في إدخال أكثر من أمر بيع على نفس الملكية، ويتتيح الترابط الوثيق بين نظامي التداول والمقاصة إمكانية إنجاز عمليات التداول والتحصيل بصورة فورية وبدقة كاملة.

## المبحث الثاني: تطور حجم الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)

شهد سوق دبي المالي، نموا وتطورا ملحوظاً في السنوات القليلة الماضية في عدد الأوراق المتداولة فيه، وخاصة الادوات المالية المبتكرة والمتمثلة بـ"الصكوك، العقود الاجلة، صناديق الاستثمار، صناديق الاستثمار العقاري، صناديق المؤشرات المتداولة" وهذا راجع لوجود بنية وصناعة مالية متطرفة، تتميز باستحداث وابتكار ادوات مالية تسعى لتلبية رغبات المستثمرين، وسنتطرق في هذا المبحث إلى تطور حجم الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي.

### المطلب الأول: تحليل حجم الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة : (2020-2017)

يمكن تلخيص تطور حجم الادوات المالية المبتكرة المدرجة في سوق دبي المالي خلال فترة (2017-2020) من خلال الجداول التالية:

الجدول رقم (1-3): تطور حجم الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020):  
الوحدة (مليار درهم إماراتي)

2020	2019	2018	2017	السنوات	
				حجم الادوات المالية المبتكرة	الاصدار الكلي لسنة 2017
191.42	191.42	191.42	191.42	الاصدار الكلي لسنة 2017	
222.11	222.11	222.11	-	الاصدار الكلي لسنة 2018	
244.004	244.004	-	-	الاصدار الكلي لسنة 2019	
282.658	-	-	-	الاصدار الكلي لسنة 2020	
%15.84	%9.86	%16.03	-	نسبة النمو	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي المالي.

من خلال الجدول رقم ( 3-1 ) الذي يمثل تطور قيمة الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020) نلاحظ أن هناك تطور مستمر في قيمة الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 ) مع نسب نمو متقاوتة من سنة إلى أخرى حيث شكلت سنة 2018 أكبر نسبة نمو لحجم الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي حيث بلغت **16.03%**، بحيث ارتفع حجم الادوات المالية المبتكرة من **191.42** مليار درهم في سنة 2017 إلى **222.11** مليار درهم في سنة 2018، لتشهد بعد ذلك حجم إصدارات الادوات المالية المبتكرة نسب نمو متواضعة **9.86%** في

سنة 2019، ولتعد نسبة النمو في سنة 2020 إلى الارتفاع لتصل إلى 15.84%， ويمكن تحليل نسب نمو كل إداعة مالية على حدى من خلال الجداول الفرعية التالية:

الجدول رقم ( 1-3-1 ) : تطور قيمة الصكوك في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 ) :

الوحدة (مليار درهم إماراتي)

المجموع	2020	2019	2018	2017	السنة
					بيان
934	282	243	220	189	حجم الصكوك
	%16.05	%10.45	%16.40	-	نسبة النمو

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات السنوية لسوق دبي المالي.

يمثل الجدول ( 1-3-1 ) تطور قيمة الصكوك المدرجة ونسب النمو السنوية في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )، حيث بلغت قيمة الصكوك المدرجة في سنة ( 2017 ) 189 مليار درهم، وكما ارتفعت قيمتها لـ 220 مليار درهم خلال العام ( 2018 ) محققة نسبة نمو هي الأعلى خلال فترة الدراسة 16.40%， وارتفعت قيمة الصكوك المدرجة في سنة ( 2019 ) إلى 243 مليار درهم بنسبة نمو 10.45%， وواصلت قيمة الصكوك الارتفاع لتصل لـ 282 مليار درهم خلال العام ( 2020 ) محققة نسبة نمو 16.05%.

الجدول رقم (1-3-1): تطور قيمة العقود الاجلة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)

الوحدة (مليون درهم إماراتي)

المجموع	2020	2019	2018	2017	البيان
	30	6	4	10	
	%0.5	%-0.6	0	-	نسبة نمو

المصدر: من إعداد الطالب بالأعتماد على النشرات السنوية لسوق دبي المالي.

يمثل الجدول (1-3-2) تطور قيمة العقود الاجلة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020) حيث بلغت قيمتها في سنة (2017) 10 مليون درهم، وفي العام (2018) بقيت قيمتها ايضاً 10 مليون درهم حيث حافظت على نفس قيمتها للعام السابق، وخلال العام (2019) انخفضت نسبة النمو لـ -0.6% لتصل قيمتها الى 4 مليون درهم، وفي العام (2020) ارتفعت نسبة النمو لتصل 0.5% حيث بلغت قيمتها 6 مليون درهم.

الجدول رقم (1-3-3): تطور صناديق الاستثمار في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)

الوحدة (مليون درهم إماراتي)

المجموع	2020	2019	2018	2017	البيان
	560	50	-	100	
	%-0.5	-	%-0.76	-	نسبة النمو

المصدر: من إعداد الطالب بالأعتماد على النشرات السنوية لسوق دبي المالي.

يوضح الجدول (1-3-1) تطور حجم صناديق الاستثمار في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)، حيث بلغت قيمة صناديق الاستثمار في سوق دبي المالي خلال العام (2017) 410 مليون درهم، وفي العام (2018) انخفضت قيمتها لتصل 100 مليون درهم، وواصلت الانخفاض لتصل 50 مليون درهم في سنة (2020).

الجدول رقم (4-3-1): قيمة صناديق الاستثمار العقاري في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020) :  
 الوحدة (مليار درهم إماراتي)

المجموع	2020	2019	2018	2017	السنة	
					البيان	صناديق الاستثمار العقاري
5.6	0.6	1	2	2		نسبة النمو
	%-0.4	%-0.5	0	-		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات السنوية لسوق دبي المالي.

يمثل الجدول (4-3-1) قيمة صناديق الاستثمار في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)، حيث بلغت قيمة صناديق الاستثمار خلال العام (2017) 2 مليار درهم، وحافظة خلال العام التالي على نفس القيمة 2 مليار درهم، وانخفضت قيمتها في العام (2019) لنصف، وفي العام (2020) واصلت الانخفاض بنسبة 40.4% حيث بلغت قيمتها 600 مليون درهم.

**المطلب الثاني : حجم كل اداة بالنسبة لمجموع الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)**

يمكن تلخيص تمثل كل اداة بالنسبة لمجموع الادوات المالية المبتكرة المدرجة في سوق دبي المالي خلال فترة (2017-2020) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-1): جدول يبين نسبة ما تمثله كل اداة من الادوات المالية المبتكرة بالنسبة لمجموعها في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020) :

نسبة كل اداة بالنسبة لمجموع الادوات	المجموع (بالملايين) الوحدة (مليار درهم إماراتي)					السنة الاداة المالية
		2020	2019	2018	2017	
%99.34	934	282	243	220	189	الصكوك
%0.003	0.03	0.006	0.004	0.01	0.01	العقود الآجلة
%0.06	0.56	0.05	-	0.1	0.41	صناديق الاستثمار
%0.59	5.6	0.6	1	2	2	صناديق الاستثمار العقاري
%0.0002	0.002	0.002	-	-	-	صناديق المؤشرات المتداولة
<b>%100</b>	<b>940.192</b>					

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات السنوية لسوق دبي المالي.

يمثل الجدول (4-1) : يبين الجدول ما تمثله كل اداة بالنسبة لمجموع الادوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020)، حيث تمثل الصكوك السواد الاعظم من مجموع الابتكارات المالية بنسبة تقدر ب 99.34%， وذلك راجع لسياسة حكومة دبي الداعمة للصكوك بصفة خاصة حيث تسعى لجعل سوق دبي المالي مركزا عالميا للصكوك، وتتوزع النسبة المتبقية والمتمثلة ب 0.66% على بقية الادوات المالية المبتكرة.

## **المبحث الثالث: أثر حجم إصدارات الأدوات المالية المبتكرة المدرجة على مؤشر سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )**

سنحاول في هذه الدراسة بيان تأثير حجم إصدارات الأدوات المالية المبتكرة والمتمثلة في، "الصكوك، العقود الاجلة، صناديق الاستثمار، وصناديق الاستثمار العقاري، صناديق المؤشرات المتداولة" على مؤشر سوق دبي المالي، وبتحديد نسبة الارتباط بينهما، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS)، وذلك من خلال المطالب التالية.

### **المطلب الأول: التطور العام لسوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )**

تعتبر مؤشرات السوق والنسب المالية أدوات استثمارية قيمة تمنح المستثمرين صورة أكثر وضوحاً حول أداء الشركات من أجل اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة. هناك مؤشران ماليان يعبران عن الشركات المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي، وهما المؤشر العام لسوق دبي المالي ( DFMGI ) ومؤشر ناسداك دبي ( Index 20 FTSE NASDAQ Dubai UAE ).

#### **الفرع الأول: تطور المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 ) :**

1- تقديم المؤشر العام لسوق دبي المالي ( DFMGI ) مؤشر السوق هو أداة لقياس التغير في أسعار أسهم الشركات المدرجة. ويتم احتساب المؤشر بشكل يومي بحيث يكون موجباً عندما ترتفع أسعار الأسهم في السوق بشكل عام ويكون سالباً عندما تنخفض هذه الأسعار.<sup>1</sup>

2- قواعد احتساب المؤشر العام لسوق دبي المالي ( DFMGI ) لاحتساب مؤشر سوق دبي المالي هناك مجموعة من الخطوات تتمثل فيما يلي:<sup>2</sup>

- يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الملكيات التي تبلغ 5% أو أكثر من رأس مال الشركة.

<sup>1</sup> الكتيب التعريفي للمستثمرين، كيفية التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي، بالاعتماد على الموقع الإلكتروني:

[www.dfm.ae/docs/default...pdf](http://www.dfm.ae/docs/default...pdf) date 2021-5-26 كيفية التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي/...

<sup>2</sup> دربال أمينة، محاولة التنبيء بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، دراسة حالة: مؤشر سوق دبي المالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014، ص ص: 64، 65.

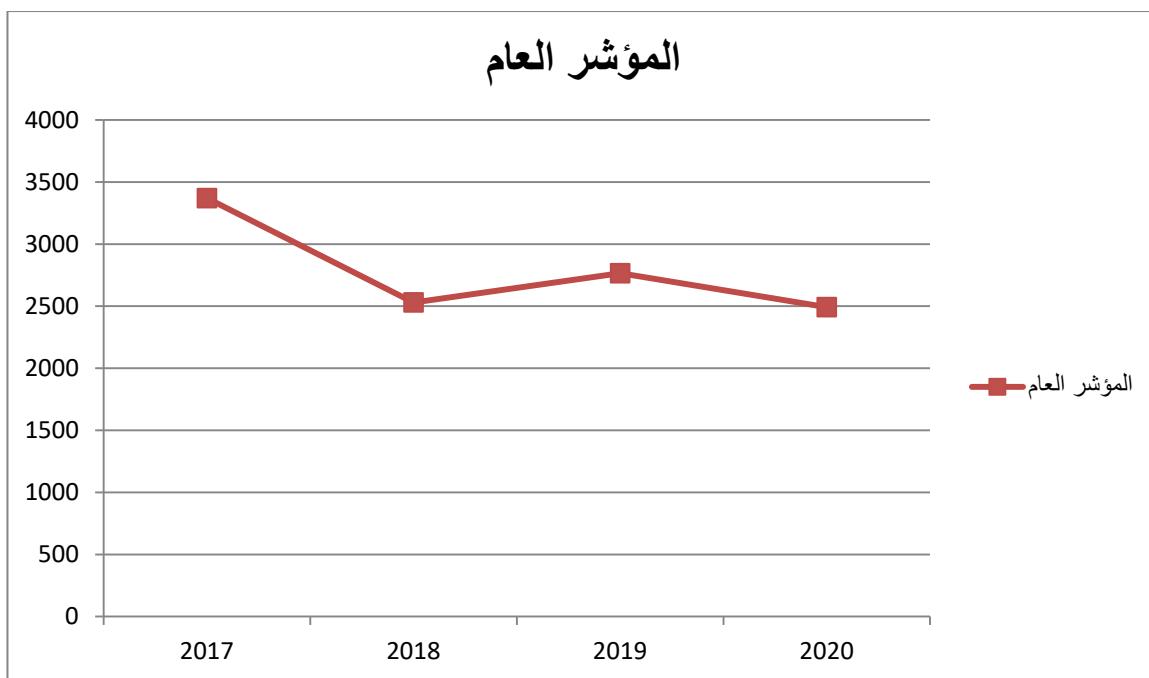
- يعتمد المؤشر الجديد في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق.
- تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 25%， وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.
- يشتمل المؤشر الجديد على الأسهم العادي للشركات المدرجة في سوق دبي المالي كسوق رئيسي فقط، وبالتالي لا يتضمن المؤشر السندات وصكوك التمويل والأسهم الممتازة وبقية الأدوات، إن وجدت، وكذلك لا يتضمن أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي كسوق فرعي.
- يتم استخدام النسب المعيارية التالية لتناسب أسهم التداول العام بحيث يتم تطبيقها على جميع الشركات المدرجة لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر:
  - 25% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين 5% إلى 25%.
  - 50% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 25% إلى 50%.
  - 75% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 50% إلى 75%.
  - 100% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 75% إلى 100%.
- يتم استبعاد الشركة من المؤشر إذا قلت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول عن 5% من إجمالي رأس مالها.
- تم استخدام تاريخ 31/12/2003 كنقطة بداية للمؤشر حيث تم استخدام أسعار ذلك اليوم لتحديد القيمة السوقية الأساسية للمؤشر، كما تم استخدام نقطة قياس مقدارها 1000 نقطة كبداية لقراءة المؤشر الجديد في ذلك اليوم.
- فيما يتعلق بالشركات الجديدة التي يتم إدراجها في السوق، فيتم النظر في إدراجها في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، وذلك لنفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمها.

الجدول رقم (5-1) : تطور المؤشر العام لسوق دبي المالي للفترة ( 2017-2020 ) :

السنوات	2017	2018	2019	2020
المؤشر العام لسوق دبي المالي	3370	2530	2765	2491.97
نسبة التغير	%-4.6	%-24.9	%9.3	%-9.9

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي المالي للفترة ( 2017-2020 ).

الشكل رقم (1-6) : تطور المؤشر العام لسوق دبي المالي للفترة ( 2017-2020 ) :



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (5-1).

من خلال الجدول رقم (5-1) والشكل (1-6) اللذان يوضحان تطور المؤشر العام لسوق دبي المالي للفترة ( 2017-2020 ) نلاحظ أن المؤشر العام لسوق دبي المالي سجل عدة انخفاضات بنسبة متفاوتة تقدرت ب 4.6% في سنوات 2017 و 2018 على التوالي، حيث سجل في هذه الأخيرة 2530 نقطة، ليشهد في سنة 2019 ارتفاعاً هو الأعلى نسبته 9.3% ليبلغ 2765 نقطة، مقابل 2491.97 نقطة في نهاية العام 2020 والتي تعتبر أدنى نقطة وصل إليها المؤشر خلال الفترة الدراسية.

ويعود سبب انخفاض المؤشر في سنة 2017 حسب التقرير السنوي لسوق دبي المالي إلى انخفاض عدة مؤشرات قطاعية مهمة حيث تمثلت القطاعات الأكثر انخفاضاً في قطاع السلع الاستهلاكية والكمالية بنسبة 52.9%， تلاه مؤشر قطاع الاتصالات بنسبة 17.7% ومؤشر قطاع العقارات والإنشاءات بنسبة 6.2%. وفي المقابل، فقد ارتفعت مؤشرات أربعة قطاعات من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق، كان أكثرها ارتفاعاً مؤشر قطاع الخدمات بنسبة 26.3%， تلاه مؤشر قطاع البنوك بنسبة 3.1% ومؤشر قطاع التأمين بنسبة 1.9%.

أما بالنسبة لسنة 2018 فيعود سبب الانخفاض إلى استمرار أداء القطاعات المدرجة في السوق انخفاضها للعام الثاني، حيث واصلت مؤشرات قطاعات مهمة من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق انخفاضه.

أما بالنسبة لسنة 2019 فقد بلغ المؤشر العام لسوق دبي المالي 2765 في نهاية العام 2019 مقابل 2530 نقطة في نهاية العام الماضي بارتفاع نسبته 9.3%， ويعود سبب الارتفاع إلى أداء القطاعات المدرجة في السوق، فقد ارتفعت مؤشرات أربع قطاعات من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق.

وفي سنة 2020 وفيما يتعلق بالمؤشر العام لسوق دبي المالي، فقد استعاد نسبة كبيرة من تراجعاته السابقة، حيث بلغت نسبة تعافيه قياساً إلى أدنى مستوياته خلال العام 2020 والمتحقق في إبريل 49.8%， ليقلص بذلك معدل تراجعه بنهاية العام إلى 9.9%， وقد ساهمت العديد من الخطوات التي اتخذها السوق خلال العام 2020 في تحسن أداء السوق، والتي كان من ضمنها إطلاق منصة جديدة لتداول العقود المستقبلية للأسهم وذلك في إطار استراتيجية السوق لتنوع المنتجات وفئات الأصول وجذب المزيد من الاستثمارات. وتتوفر المنصة عقوياً مستقبليةً لآجال مختلفة، تتراوح بين شهر وشهرين وثلاثة شهور على الأسهم الفردية لمجموعة من الشركات النشطة المدرجة في السوق.

الفرع الثاني: تطور القيمة السوقية وحجم الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )

سنتطرق في هذا الفرع إلى تطور القيمة السوقية بالنسبة لحجم الأدوات المالية المبتكرة المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )، وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-6) : تطور القيمة السوقية وحجم الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 ) : ( مiliar درهم إماراتي )

السنوات	2017	2018	2019	2020
القيمة السوقية	394	344	375	340.1
حجم الأدوات المالية المبتكرة ( بالدرهم )	191.42	222.11	244.004	282.658
%48.58	%64.57	%65.07	%83.11	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي المالي للفترة ( 2017-2020 )

يوضح الجدول رقم (1-6) تطور القيمة السوقية بالنسبة للأدوات المالية المبتكرة المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 )، حيث نلاحظ أنه تم تسجيل زيادات مستمرة في القيمة السوقية لسوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 ) بحيث ارتفعت من 394 مليار درهم في سنة 2017 إلى 340.1 مليار درهم في سنة 2020 في حين سجل حجم الأدوات المالية المبتكرة تطور كبير ومستمر خلال سنوات الدراسة بحيث كان حجم الأدوات المالية المبتكرة في سنة 2017 بقيمة 191.42 مليار درهم ليصل في السنة 2020 إلى 282.658 مليار درهم، كما يظهر الجدول أن هناك دور كبير ومتناهٍ للآدوات المالية المبتكرة في القيمة السوقية لسوق دبي المالي. حيث ارتفعت نسبة مساهمة الآدوات المالية المبتكرة المدرجة في سوق دبي المالي في القيمة السوقية للسوق من 48.58% في سنة 2017 إلى 83.11% في سنة 2020.

- ومنه نستنتج أن دور الابتكارات المالية في تعزيز وتنشيط سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 ) شهد ارتفاعاً كبيراً باعتبارها أداة ساهمت في زيادة عدد المستثمرين في السوق وفي حجم الأوراق المالية المتداولة.

**المطلب الثاني: أثر حجم الادوات المالية المبتكرة المصدرة على المؤشر العام لسوق دبي المالي للفترة (2017-2020)**

في هذا المطلب سيتم اختبار الفرضيات من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط، والذي سيعرض معالم الدراسة، ويعطي هذا النموذج جانباً مهماً من الدراسة يتمثل في الكشف عن أثر الادوات المالية المبتكرة على مختلف المؤشرات المهمة لسوق دبي المالي، وهذا من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: تحديد المتغيرات.

الفرع الثاني: اختبار الفرضية الرئيسية.

**الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة**

من خلال هذا الفرع سيتم تحديد متغيرات الدراسة بدءاً بالمتغير المستقل ثم التابع.

1- المتغير المستقل : يتمثل في حجم الادوات المالية المبتكرة المصدرة في سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020).

2- المتغير التابع : يتمثل المتغير التابع في المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020).

**الفرع الثاني: اختبار الفرضية**

من خلال هذا الفرع سيتم اختبار الفرضية القائلة بأن لابتكارات المالية أثر على المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020) بالاعتماد على الانحدار الخطي البسيط.

•  $H_0$ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لابتكارات المالية على المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020).

•  $H_1$ : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لابتكارات المالية على المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020).

تم ادخال حجم الابتكارات المالية المدرجة كمتغير مستقل ومؤشر العام لسوق دبي المالي كمتغير تابع وكانت النتائج التقدير النموذج لاختبار الانحدار الخطي البسيط كما يلي:

الجدول رقم (7-1) : نتائج تقدير النموذج الخطي البسيط لحجم الادوات المالية المبتكرة المدرجة على المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020).

المؤشر العام لسوق دبي المالي		البيان
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	
ليست معنوية	<b>0.221</b>	<b>-0.779</b>

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات نظام spss.

من خلال الجدول رقم (7-1) : الذي يوضح نتائج تقدير النموذج الخطي البسيط (حجم الادوات المالية المبتكرة المدرجة على المؤشر العام لسوق دبي المالي) نلاحظ أن مستوى المعنوية يقدر بـ 0.221 وهو أكبر من 0.05 (انظر الملحق رقم 1) عليه نستنتج أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين حجم الادوات المالية المبتكرة المدرجة في سوق دبي المالي ومؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020 ، وبالتالي فإن حجم الادوات المالية المبتكرة المدرجة لا تؤثر على المؤشر العام لسوق دبي المالي وهذا ما يقضي رفض فرضية الثبات القائلة بأنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للادوات المالية المبتكرة على المؤشر العام لسوق دبي المالي وقبول فرضية عدم والتي مفادها أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للادوات المالية المبتكرة على المؤشر العام لسوق دبي المالي.

تم ادخال حجم الادوات المالية المبتكرة المدرجة كمتغير مستقل ومؤشر العام لسوق دبي المالي كمتغير تابع وكانت نتائج التقدير النموذج القياسي لاختبار الانحدار الخطى البسيط كما يلي:

الجدول رقم (8-1) : معامل التحديد  $R^2$ ، لسوق دبي المالي :

Sig. Variation de F	Erreur standard de l'estimation	R-deux ajusté	R-deux	R	النموذج
0.221	311.68191	0.409	0.606	0.779	1

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

من خلال الجدول رقم (8-1) : الذي يوضح معامل التحديد  $R^2$  ، لأثر الادوات المالية المبتكرة على مؤشر سوق دبي المالي، نلاحظ بأن قيمة معامل التحديد المعدل تساوي:  $0.606 = R^2$  وهي تدل على أن حجم الادوات المالية المبتكرة المدرجة تفسر ما نسبته 60.6 % من التغير في نسبة مؤشر العام لسوق دبي المالي وان النسبة المتبقية والتي تقدر بـ: 39.4 % ترجع للعوامل الأخرى، الا انه يتضح كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية ذلك ان قيمة مستوى الدلالة غير دالة احصائية وتساوي 0.221، مما يعني عدم وجود تأثير لحجم الادوات المالية المبتكرة المدرجة في نسبة المؤشر العام لسوق دبي المالي.

### خلاصة الفصل الثالث

قمنا من خلال هذا الفصل بالتعريف بسوق دبي المالي والأوراق المالية المدرجة فيه وآليات التداول فيه، بالإضافة إلى تطور حجم الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي خلال الفترة ( 2017-2020 ) ، وإبراز أثر حجم إصدارات الأدوات المالية المبتكرة المدرجة على مؤشرات سوق دبي المالي خلال الفترة (2017-2020) ، حيث يعتبر سوق دبي المالي من أهم الأسواق التي تتعامل بالمنتجات المالية المبتكرة، حيث يخضع تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في إمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبله.

وقد عرفت إصدارات الأدوات المالية المبتكرة في سوق دبي المالي نمواً وتطوراً كبيراً خلال الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2020 . وفيما يخص مساهمة الأدوات المالية المبتكرة في تفعيل وتنشيط سوق دبي المالي ، فلها دور متزايد فيه، باعتبارها أدلة ساهمت في زيادة عدد المستثمرين في السوق وفي حجم الأوراق المالية المتداولة فيه، حيث بلغت نسبة مساهمة الأدوات المالية المبتكرة في القيمة السوقية لسوق دبي المالي في بداية 2017 48.58% وشهدت هذه النسبة نمواً كبيراً ومتزايداً خلال السنوات اللاحقة لتصل إلى 83.11% في سنة 2020 ، وبالنسبة لأثر حجم الأدوات المالية المبتكرة على المؤشر العام لسوق دبي المالي فإنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية.

**خاتمة**

## خاتمة

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى أن سوق الأوراق المالية جزء مهم من السوق المالي حيث تعتبر القناة الرئيسية التي تتدفق من خلالها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي الباحثين عن السيولة لتمويل أنشطتهم الاستثمارية، وتبين أيضاً أن سوق الأوراق المالية تضطلع بأداء وظيفتين أساسيتين هما التجميع والتمويل.

ولقد شهدت اسوق الأوراق المالية ظهور أنواع جديدة من الأدوات المالية الجديدة والمبتكرة، التي لقيت رواجاً كبيراً في أوساط المستثمرين، وذلك لتعدد أنواعها وأشكالها وطرق إصدارها، والتي استقطبت فئة كبيرة من المستثمرين الراغبين في إستثمار أموالهم.

وقد حاولنا من خلال هذا الدراسة تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه الابتكارات المالية في تعزيز وتنشيط سوق دبي المالي، من خلال التطرق إلى المفاهيم النظرية لكل من الابتكار المالي وسوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020 من خلال مؤشر القيمة السوقية والمؤشر العام لسوق دبي المالي.

### أولاً: نتائج الدراسة

من خلال دراستنا لهذا البحث توصلنا إلى النتائج التالية:

- 1- تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها توجيه رؤوس الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، بهدف تشجيع وتسهيل عمليات الاستثمار عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات المالية كالأسهم والسنادات والصكوك والمشتقات المالية بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية.
- 2- يمكن للأدوات المالية المبتكرة أن تحقق العديد من المزايا الاقتصادية، إذ تعتبر مصدر لتمويل المشاريع التنموية والاستثمارية كما يمكن استخدامها كأحد أدوات السياسة النقدية.
- 3- يعتبر سوق دبي المالي من أهم الأسواق التي تتعامل بالمنتجات المالية المبتكرة، نظراً للتسهيلات والتحفيزات التي وضعتها حكومة الإمارات المتحدة العربية لدعم الابتكار.
- 4- للابتكارات المالية دوراً متاماً في تعزيز وتنشيط سوق دبي خلال الفترة 2017-2020، باعتبارها أداة ساهمت في زيادة عدد المستثمرين في السوق وفي حجم الأوراق المالية المتداولة فيه.

## ثانياً: اختبار الفرضيات

من خلال دراستنا لهذا البحث توصلنا لنتائج الفرضيات التالية :

1- من خلال دراستنا تبين لنا وجود أدوات مالية متعددة جديدة ومبتكرة يتم التعامل بها في سوق دبي المالي. كما أن سوق دبي يسعى دوماً لاضافة أدوات مالية جديدة، لتلبية احتياجات السوق والمتعاملين فيه، وجدب اكبر قدر من الاستثمارات والمستثمرين، مما يساهم في توسيع السوق وتنشيطه.

2- من خلال دراستنا للقيمة السوقية لسوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020 تبين لنا أن للابتكارات المالية دور متمامياً في تعزيز وتنشيط سوق الأوراق المالية، باعتبار أن الابتكارات المالية أداة ساهمت في زيادة عدد المستثمرين في السوق وفي حجم الأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا ما يثبت صحة الفرضية القائلة أن الابتكارات المالية تساهم في تعزيز سوق دبي المالي بشكل إيجابي، من خلال العمل على تعميق السوق وزيادة المعروض من الأدوات المالية.

3- من خلال دراستنا لتطور المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020 تبين لنا أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين حجم الأدوات المالية المبتكرة المدرجة في سوق دبي المالي ومؤشر العام لسوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2020، وبالتالي فإن حجم الأدوات المالية المبتكرة المدرجة لا تؤثر على المؤشر العام لسوق دبي المالي، وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية القائلة أنه يوجد أثر إيجابي لتطور حجم الإصدارات من الأدوات المالية المبتكرة على المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال 2017-2020.

## ثالثاً: التوصيات

من خلال النتائج المتوصّل إليها في دراستنا عن سوق دبي المالي نجد انه متقدم جداً مقارنة مع عمره حيث نجد انه في العقود الماضيين تقدّم بخطوات سريعة جداً ليتحقق وينافس اعرق البورصات في المنطقة والعالم. كما نتمنى ان تكون بورصة الجزائر التي انطلقت قبل بورصة دبي، متقدمة قليلاً عن ما هي عليه وان نقوم بتطبيق دراستنا عليها، لكن كما نعلم ان بورصة الجزائر غير مفعّلة وادائها ضعيف، لذلك نستغل الفرصة، ونقدم توصيات لبورصة الجزائر على امل ان نراها يوماً ما ضمن البورصات التي لها وزنها على المستوى العربي والعالمي، وتقوم بدورها في انعاش الاقتصاد الوطني :

- العمل على تطوير الجهاز المالي للدولة، وكذلك التشريعات المالية المتعلقة بها.
- العمل على زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة، من خلال تسهيل وتحفيض شروط الادراج خاصة فيما يتعلق بالضرائب، وما ينعكس عليها من تنوع في الأدوات المالية، زيادة حجم وقيمة التداول، وبالتالي إضفاء السيولة على السوق ككل.
- تعزيز دور الوسطاء في عمليات البورصة في سبيل توعية المستثمرين بأهمية الاستثمار في الأدوات المالية، فضلا عن ضرورة القيام بحملات تحسيسية باستخدام الوسائل الاعلامية المتعددة.
- فتح المجال لإصدار أدوات مالية إسلامية ووضع الإطار القانوني لها، الأمر الذي من شأنه جلب الكثير من المستثمرين.
- الاستفادة من التطور الحاصل في البورصات، ومحاولة تطبيقها على بورصة الجزائر.

#### رابعاً: آفاق الدراسة :

من خلال دراستنا لهذا البحث يمكن وضع بعض الاقتراحات للاستفادة منها في وضع عناوين دراسات مستقبلية:

- 1- أهمية إدراج الأدوات المالية المبتكرة وخاصة الإسلامية منها في سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- 2- دور الأدوات المالية المتواقة مع الشريعة الإسلامية في تفعيل الأسواق المالية في الدول الإسلامية.

## **قائمة المراجع**

## المراجع باللغة العربية

### أولاً : المصادر

#### 1. القرآن الكريم.

### ثانياً : الكتب

1. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة، بين النظم الوضعية والأنظمة الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
2. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
3. أشرف محمد دوابة، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
4. البرواري شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
5. حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010.
6. حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، الأردن، 2010.
7. حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002.
8. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، 2009.
9. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، 2010.
10. رمضان زياد، جودة محفوظ، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000.
11. ذكرياء سلامة عيسى شطاوي، الا ثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر، الأردن، عمان، 2009.

12. زياد رمضان، مروان شمومط، **الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008.**
13. سامي بن ابراهيم السويم، التحوط في التمويل الإسلامي، بنك التنمية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، نشر مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى، 2008.
14. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار الجامعات للنشر، مصر، 2004.
15. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، القاهرة، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 2005.
16. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، القاهرة، دار النشر للجامعات، 2005.
17. شعبان محمد إسلام البروادي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سوريا، 2002.
18. ضياء مجید، البورصات أسواق المال وأدواتها (الأسهم والسنادات) ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008.
19. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الجزء الأول، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2003.
20. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
21. عاطف وليم أندراؤس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
22. عباس كاظم الدعمي، السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
23. عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، الأردن، 2010.
24. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009.
25. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003.
26. عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الإستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010.

27. عبد القادر السيد متولي، *الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير*، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
28. عصام حسين، *أسواق الأوراق المالية البورصة*، دار أسماء، الأردن، عمان، 2008.
29. عصام فهد العربيد، *الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق*، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2002.
30. عطية أحمد صلاح، *مشاكل المراجعة في أسواق المال*، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
31. علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، *إدارة البورصات المالية*، دار الإعصار العلمي، الأردن، عمان، 2012.
32. فريد النجار، "بورصات والهندسة المالية"، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 1998-1999.
33. فريد النجار، *المشتقات والهندسة المالية*، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 2008.
34. فيصل محمود الشواوره، *الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعملية*، دار الوائل، الأردن، 2008.
35. فيصل محمود الشواوره، *الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية*، دار الأوائل، عمان، الأردن، 2008.
36. مائير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخوزامي، *الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر*، القاهرة، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007.
37. محب خلة توفيق، *الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار*، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
38. محمد أحمد عبد النبي، *الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي*، القاهرة، مصر، 2009.
39. محمد حلمي عبد التواب، *البورصة المصرية والبورصات العالمية*، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2004.
40. محمود محمد حمودة، *الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام*، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2009.
41. منير إبراهيم هندي، *إدارة المخاطر الجزء الثالث :عقود الخيارات*، المكتب العربي الحديث، مصر، 2011.
42. منير إبراهيم هندي، *أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار*، دار المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.
43. منير إبراهيم هندي، *أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية*، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006.

44. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012.
45. هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2003.
46. وليد صافي أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012.

### ثالثا : المجالات والدوريات

1. الجلي أبو ذر محمد أحمد، الهندسة المالية الأبعاد العامة والأسس للتمويل الإسلامي، مجلة المقتصد، العدد السابع عشر، مجلة فصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، سبتمبر 1996.
2. سامي بن إبراهيم السويم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، نسخة منقحة، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أبريل 2004.
3. علي عبد الغاني الرايذ وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية: العدد الثالث، جوان 2015 ، جامعة أم البوقي، الجزائر.
4. هشام حسبو، "مفاتيح الهيكلة الناجحة"، مجلة البورصة المصرية، العدد 268 ، جويلية 2002.

### رابعا : الملتقىات والندوات

1. بن رجم محمد خميسى، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرhat عباس - سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
2. حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005.

3. عيساوي سهام وحocco فطوم, تأثير الأدوات المالية الإسلامية على كفاءة السوق المالية الناشئة- دراسة مقارنة سوق السودان وسوق ماليزيا, الملتقى الدولي حول: دور الأسواق المالية الناشئة في تنمية الإستثمارات المحلية, يومي 26 و 27 جانفي 2016, جامعة العربي التبسي - تبسة, الجزائر.

### خامسا : الاطروحات

1. الداوي خيرة, تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009, مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير, تخصص مالية الأسواق, جامعة قاصدي مرباح- ورقة، 2011-2012.

2. بو عبد الله علي, أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية, أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية, جامعة محمد خضراء - بسكرة, الجزائر, 2013-2014.

3. بوته نسرين, الأسواق المالية ودورها في تشجيع إستراتيجية الشخصية, دراسة الواقع التجربة المغربية, اطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية, تخصص أسواق مالية وبورصات, جامعة محمد خضراء - بسكرة, 2014-2015.

4. حليمة عطية, دور السوق المالية في تمويل الإستثمارات- دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013), مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية, تخصص الأسواق المالية والبورصات, جامعة محمد خضراء - بسكرة, الجزائر, 2014-2015.

5. دربال أمينة, محاولة التبيؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية, دراسة حالة: مؤشر سوق دبي المالي, أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: نقود, بنوك ومالية, جامعة أبي بكر بلقايد, تلمسان, الجزائر, 2014.

6. عبد الكريم قندوز, صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية, أطروحة ماجستير تخصص نقود ومالية, جامعة حسيبة بن بو علي, الشلف, بحث غير منشور, 2007.

7. محمد غزل, دور الصكوك الإسلامية في تعديل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية الماليزية, مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية, تخصص إقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية, جامعة فرحة عباس- سطيف, الجزائر, 2012-2013.

8. مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال، دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خضراء - بسكرة، 2014-2015.

### سادساً : التقارير

1. التقرير السنوي لسوق دبي المالي لـ 2017.
2. التقرير السنوي لسوق دبي المالي لـ 2018.
3. التقرير السنوي لسوق دبي المالي لـ 2019.
4. التقرير السنوي لسوق دبي المالي لـ 2020.

### المراجع باللغة الانجليزية

#### أولاً : الكتب

1. David T. Llewellyn , Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt, Financial Innovation in Retail and Corporate Banking, USA, Edward Elgar Publishing, 2009.
2. Franklin Allen and Glenn Yago, Financing the Future: Market-Based Innovations for Growth, series on Financial innovation, New Jersey, Wharton School Publishing, Milken Institute, 2010.
3. Jeremy Staum, Financial Engineering with Stochastic Calculus, School of Operations Research and Industrial Engineering Cornell University, Ithaca, New York, 2002 .
4. Masanobu Taniguchi, Junichihirukawa, Kenichiro TaMaki, Optimal Statistical Inference in Financial Engineering, United States of America, Taylor & Francis Group, 2008.

ثانياً : الملتقيات والندوات، المجلات والدوريات

1. Franklin Allen, The Changing Nature of Debt and Equity: A Financial Perspective, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No33, 1989.
2. Merton Howard Miller, "Financial innovation: The last twenty years and the next", Journal of Financial and Quantitative Analysis, volume 21.issue 4, December 1986.
3. Peter Ferdinand Drucker, The Discipline of Innovation, Harvard Business Review, November-December 1998.
4. Robert Carhart Merton, Financial innovation and the management and regulation of financial institutions, Journal of Banking & Finance, Volume 19, Issue 3-4, 1995.
5. Sami Al Suwailem, "Financial Engineering: An Islamic Perspective", SINERGI, Volume. 9 No. 1, january 2007.
6. Yuan K. Chou and Martin S. Chin, Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic Growth , University of Melbourne, Australia, January 9, 2004.
7. Eugenio Domingo Solans, Financial innovation and monetary policy, The 38th SEACEN Governors Conference and 22nd Meeting of the SEACEN Board of Governors on "Structural Change and Growth Prospects in Asia - Challenges to Central Banking", Manila, 13 February 2003.
8. Peter Tufano, Financial Innovation, working paper, the Division of Research of the Harvard Business School, June 16th, 2002. appear as a chapter in, George Constantinides, Milton Harris and Rene Stulz, The Handbook of the Economics of Finance, North Holland, 2004.

الم ————— واقع الالكترونية

1. موقع سوق دبي المالي :

[www.dfm.ae/ar](http://www.dfm.ae/ar)

2. موقع هيئة الأوراق المالية والسلع :

[www.sca.gov.ae](http://www.sca.gov.ae)

3. موقع ويكيبيديا :

[ar.wikipedia.org/wiki](http://ar.wikipedia.org/wiki)

**الملاحق**

```
CORRELATIONS
/VARIABLES=x y
/PRINT=TWOTAIL NOSIG
/STATISTICS DESCRIPTIVES XPROD
/MISSING=PAIRWISE.
```

## Corrélations

**Statistiques descriptives**

	Moyenne	Ecart type	N
حجم الادوات المبتكرة	235,04800	38,374107	4
المؤشر العام لسوق دبي	2789,2425	405,56322	4

**Corrélations**

		حجم الادوات المبتكرة	المؤشر العام لسوق دبي
حجم الادوات المبتكرة	Corrélation de Pearson	1	-,779
	Sig. (bilatérale)		,221
	Somme des carrés et produits croisés	4417,716	-36353,468
	Covariance :	1472,572	-12117,823
	N	4	4
المؤشر العام لسوق دبي	Corrélation de Pearson	-,779	1
	Sig. (bilatérale)	,221	
	Somme des carrés et produits croisés	-36353,468	493444,586
	Covariance :	-12117,823	164481,529
	N	4	4

## REGRESSION

```
/DESCRIPTIVES MEAN STDDEV CORR SIG N
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT y
/METHOD=ENTER x.
```

## Régression

### Corrélations

		المؤشر العام لسوق دبي	حجم الادوات المبتكرة
Corrélation de Pearson	المؤشر العام لسوق دبي	1,000	-,779
	حجم الادوات المبتكرة	-,779	1,000
Sig. (unilatéral)	المؤشر العام لسوق دبي	.	,111
	حجم الادوات المبتكرة	,111	.
N	المؤشر العام لسوق دبي	4	4
	حجم الادوات المبتكرة	4	4

### Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	<sup>b</sup> حجم الادوات المبتكرة	.	Introduire

a. Variable dépendante : المؤشر العام لسوق دبي

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,779 <sup>a</sup>	,606	,409	311,68191

a. Prédicteurs : (Constante), حجم الادوات المبتكرة

### ANOVA<sup>a</sup>

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	299153,359	1	299153,359	3,079	,221 <sup>b</sup>
	de Student	194291,227	2	97145,614		
	Total	493444,586	3			

a. Variable dépendante : المؤشر العام لسوق دبي

b. Prédicteurs : (Constante), حجم الادوات المبتكرة

Modèle		Coefficients <sup>a</sup>		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Erreur standard			
1	(Constante)	4723,457	1113,185		4,243	,051
	حجم الادوات المبتكرة	-8,229	4,689	-,779	-1,755	,221

a. Variable dépendante : المؤشر العام لسوق دبي